全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HZ BOOKS
华章经管

本书精选大师未曾发表的文章、演讲及访谈

价值再发现

走近投资大师本杰明·格雷厄姆

（美）珍尼特·洛尔（Janet Lowe）编
李琰 张伟 吕旭峰 等译



The Rediscovered Benjamin Graham

Selected Writings of the Wall Street Legend



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(美)珍尼特·洛尔 编
李琰 张伟 吕旭峰 等译

价值再发现
走近投资大师本杰明·格雷厄姆

The Rediscovered Benjamin Graham:
Selected Writings of the Wall Street Legend



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Janet Lowe: The Rediscovered Benjamin Graham: Selected Writings of the Wall Street Legend.

Copyright©1999 by Janet Lowe. All rights reserved. Authorized edition for sale throughout the world.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行，未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-2000-0580

图书在版编目（CIP）数据

价值再发现：走近投资大师本杰明·格雷厄姆/（美）洛尔(Lowe, J.)编；李琰等译. －北京：机械工业出版社，2000.5

书名原文：The Rediscovered Benjamin Graham: Selected Writings of the Wall Street Legend

ISBN 7-111-08042-4

Ⅰ. 价… Ⅱ. ①洛…②李… Ⅲ. ①格雷厄姆，G. B. －生平事迹②格雷厄姆，G.B. －投资－经济理论Ⅳ. K837. 125.3

中国版本图书馆CIP数据核字（2000）第25013号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）
责任编辑：张渝涓　　　　版式设计：曲春燕
北京市密云县印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行
2000年7月第1版第1次印刷
850mm×1168mm 1/32 · 11.875印张
定价：25.00元
凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

世事变幻莫测，然而大浪淘沙之后，仍仰之弥高者，必是以其“真”，以其“正”，而得其“恒”，也正所谓“路遥知马力”。美国的价值投资理论的开山鼻祖——本杰明·格雷厄姆的名字在近几年又重新大放异彩。格雷厄姆及其思想的价值再度为人们所发现。个中原因，一者与他的一批优秀弟子的杰出业绩和对老师的推崇与敬意有关，尤其是赫赫有名的沃伦·巴菲特以其令人望尘莫及的投资业绩从实践上有力地验证了价值理论的正确性，而巴菲特，这位格雷厄姆最器重的学生，曾说过“在许多人的指南针上，本才是真正的北极”；二者近年一些也曾红极一时的对冲基金、投机大腕等纷纷落马，也使得越来越多的投资人士重新思索“稳健”与“投资”的涵义。

格雷厄姆对证券行业的贡献并不仅仅在于他的投资理论，他一直致力于为证券分析行业树立一个职业道德标准，并对分析师进行资格评审，以维护行业的声誉。《超级货币》的作者亚当·史密斯曾写道：“如果证券分析可以算是一种职业，那么在这个职业中本杰明·格雷厄姆是当之无愧的开山鼻祖，因为在他之前并没有这种职业，而在他以后，人们开始将它视为一种职业了。”

格雷厄姆对于第一次世界大战和大萧条时期的全球经济状况也进行了深入的研究，提出了多种商品储备计划（也称缓冲存货理论），以及关于稳定货币价值的思想，引起了政坛和学术界的普遍关注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书收录了格雷厄姆的一些精选论文、未曾发表的文章、演讲以及对大师的采访等，较为全面地反映了大师思想的精髓，尤其是在对大师晚年进行的一些采访中，读者不仅可以了解到格雷厄姆投资生涯的全貌，也可以感受到大师回首往事的感慨以及他的人格魅力。

译者在翻译的过程中，在忠实于原著的基础上，尽可能地使译文符合中文读者的习惯。其中第一部分由罗雄翻译，第二部分由吴建江翻译，第三部分由吕旭峰翻译，第四部分由张伟翻译，第五、第六部分由李琰翻译。全书由李琰统稿。由于水平有限，不足之处，欢迎指正。

其他参与翻译以及提供各种帮助的人士还有：李玮、薛元、吴凤娟、施瑾、何颖、陈印、刘亚军，在此一并致谢。

最后，以本杰明·格雷厄姆最喜欢的诗——《尤利西斯》的最后一句与广大读者共勉：

奋斗、追求、寻找，永不退缩。

李　琰

2000年春

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

当世界上最成功的投资人士——沃伦·巴菲特，向微软公司的创始人比尔·盖茨提出一些投资建议时，幸运的比尔得到了什么秘诀呢？

其实秘诀与巴菲特这些年以来对任何愿意倾听的人所说的并无二致，那就是：去读本杰明·格雷厄姆的著作。巴菲特第一个承认自己继承了格雷厄姆的思想，抛弃了他的一些说教，对另一些则加以发扬光大，并加入了自己的观点。然而巴菲特仍然坚持认为任何投资者起步时都应从拜读价值投资理论之父格雷厄姆的著作开始。格雷厄姆作于1949年的经典著作《聪明的投资者》成为每位投资者书架上的启蒙书。

从20世纪20年代到他1976年辞世，格雷厄姆在投资和经济领域中是一位作品颇丰、广受欢迎的作家。从1934年出版的《证券分析》一书开始，格雷厄姆的作品除了五本书之外，还包括为学术刊物、大众媒体和杂志撰写的多篇文章。

格雷厄姆曾经两度以其文章引发了大规模的股市反弹，一次是在1929年股市崩盘之后，另一次是在70年代漫长的熊市之后。格雷厄姆的教导指引并激励了半个世纪的华尔街的证券从业人士。他的一些作品以“思考者”的笔名刊登在著名的《金融分析》杂志上。格雷厄姆关于美国和国际经济的观点触动了伟大的思想家如约翰·梅纳德·凯恩斯。

由于格雷厄姆是如此地受人尊敬，他曾应邀在美国参议院为声名赫赫的福布莱特（Fulbright）委员会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就证券行业的新发展进行阐述。每一次，他的言辞都充满了智慧、机智和有创意的想法。他总是为股东们争取权益。

格雷厄姆在杂志上发表的文章、演讲和报告即使在今天仍然被广泛地引述，但是迄今为止，那些希望拜读格雷厄姆早期作品的读者们未能如愿以偿。那些作品不容易找到。

许多读者曾向我索要我收藏的格雷厄姆作品的复本，因此把这些精选的，虽然并未失传但很难找到的大师的著作集结成册，看起来是个好主意。

把格雷厄姆所有的演讲稿和论文都包括在一本书内是不现实的，而且，坦率地说，今天的读者对格雷厄姆的某些作品不感兴趣。我们选出了他最好的作品，大部分未加改动。当涉及到价值判断时，我们尽了最大努力来保持格雷厄姆作品的原貌。

格雷厄姆在纽约金融学院的演讲经过编辑，部分是因为篇幅的限制，部分是因为这些演讲是逐字从课堂上记录下来的，所以包括了一些无关的内容——课堂上的事以及对当时一些小事的评论等。在一学期的课程中，格雷厄姆可能多次谈及某个主题。在此情况下，不完整和不重要的部分就被删掉了。在编辑的过程中，我们尽力确保演讲中的主要的哲理和方法被保留下来了。希望阅读未经删改的格雷厄姆在纽约金融学院的演讲的读者可以访问下面的网址：www.wiley.com/bgraham。

这本书像一部回到往昔的投资世界的时间机器。格雷厄姆谈到了正在没落的铁路业，新兴的飞机制造业，并预期到第二次世界大战以后的房地产热潮。他常常警告说，试图预测未来是危险的，格雷厄姆从来不曾充分预料到战后的技术变革以及随之而来的经济浪潮。历史总是可以引以为鉴的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论怎样，格雷厄姆仍然是20世纪投资哲学家中拥有为数最多的忠实追随者的大师之一。研究格雷厄姆的价值投资原则的读者越多，格雷厄姆的忠实追随者就越多。沃伦·巴菲特在《聪明的投资者》第4版的序言中的妙语也同样适用于格雷厄姆的其他作品："市场的行为越是愚蠢，务实的投资者的机会也就越大。听从格雷厄姆的教导，你将从愚蠢中获利而不是身陷其中。"

这本书得以付梓，与许多人长期以来的帮助是分不开的。如有遗漏，在此深表歉意。特别要感谢：沃伦·巴菲特、沃尔特 J.斯科洛斯（Walter J.Schloss）、依文·坎（Irving Kahn）以及所有格雷厄姆在哥伦比亚大学曾教过的出色的学生们。他们在保存有关的文件和记忆方面做了许多工作。小本杰明·格雷厄姆博士慷慨地惠予鼓励，并许可使用他父亲个人收藏的部分资料。梅勒斯·汤普森（Myles Thompson）、詹尼弗·平考特（Jennifer Pincott）、玛丽·代尼勒（Mary Kaniello）和伯尼斯·佩地纳多（Bernice Pettinato）对这本书也做出了很大贡献。奥斯汀·里纳斯（Austin Lynas）编辑的索引很出色。我也要给予专业方面支持的人士表达我的感激之情：艾丽斯·弗雷德·马特尔(Alice Fried Martell)、乔勒纳·克伦威尔（Jolene Crowell）和菲利斯·肯尼（Phyllis Kenney）。

我希望您能够在欣赏这本书时获得的愉悦正如我在编辑过程中得到的享受一样。

珍尼特·洛尔

于加利福尼亚德尔玛

1999年3月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格雷厄姆与《证券分析》：一个简要回顾[⊖]

沃尔特·斯科洛斯

本杰明·格雷厄姆既是一个富有创造力的思想家，也是一个清醒的思考者。他是这样的一种人，具有很高的伦理道德标准，同时又谦虚谨慎。我作为一个证券分析师为他工作了将近十年。

在重新阅读《证券分析》(Security Analysis)第一版的前言时，本的观点又一次给我留下了深刻的印象："我们关心的主要是概念、方法、标准、原理以及最重要的逻辑推理能力。我们强调理论的重要性并不因为理论本身而在于它在实践中的价值。我们尽量避免使用指示性的标准和技术性的方法，因为指示性的标准过于严格不应遵守，而技术性方法的不方便性超过其价值。"

《证券分析》已将本的理论与观点概括于其中。现在要由分析师和投资者将本的观点运用于实践。

早在1935年，当我还在洛伯·里霍德斯(loeb rhodes)，当时称为卡尔 M. 洛伯公司(Carl M. Loeb & Co.)时，我向一个合伙人——阿玛德·尔浦菲(Armand Erpf)请教如何才能进入"排行榜"。他给了我一条很好的建议。在当时，也许现在在一定程度上，个人发展的最好方式是进入商业。如果你出生于一个富裕的家庭或者有许多有钱的朋友，你可以得到许多佣金。证券分析当时正处在它的婴儿时期，与你知道什么相比，你认识谁更重要得多。如果你没有社会关系，要想出人头地是很困难的。尔蒲菲先生告诉我，有一位叫本杰明·格雷厄姆的人写了一本新书，

⊖ 沃尔特·斯科洛斯私人作品(1976)，经允许重印

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

书名叫《证券分析》。

“阅读这本书，当你了解了书中的所有东西时，你不必再读其他任何书了。”

我听了本在纽约证券交易学院（纽约金融学院）讲授的高级证券分析。

本是一个优秀的讲演者，饱含热情且富有逻辑。本常常做一些我们未曾见过的事情。在当时他会利用一个价值被低估的情况，比如说巴尔德威机车公司（Baldwin locomotive）的破产债券，然后根据他们计划的获利能力和资产状况来评估其价值，并且将这种获利能力与债券价格联系起来。华尔街许多聪明的投资银行家过去经常聆听他的教诲。高盛公司（Goldman Sachs）的格斯·利威（Gus levy）就是其中的一位，他后来成为这个国家最成功的套利者。我常常感到惊奇，人们通过将本的主意转变为投资，不知赚了多少钱。

本从不吝啬他的想法和时间，与年轻人在一起时尤其如此。1945年末当我将要离开军队时，他改变了我的生活，为我提供了一个证券分析师的职位。我知道他也曾帮助过我们行业中的其他人。

在本的追悼会上，本的合著者大卫·多德（Dave Dodd），讲述了他是如何牵涉到这本书的写作的。

事情似乎是这样的，本被邀请在哥伦比亚大学讲授投资学，他接受了请求，条件是必须有人记笔记。大卫·多德，一个年轻的讲师，自告奋勇记录了本每次授课大量的笔记。本然后利用这些笔记，马上行动，写了《证券分析》。据大卫说，工作是本做的，但本坚持应该给予大卫合著者的名誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多德教授后来成为一个非常成功的投资者和格雷厄姆-纽曼公司的董事，这是本和合伙人杰洛姆·纽曼（Jerome Newman）于1936年成立的一家信托投资公司。

在投资领域不带情绪地思考，这并不是一种简单的能力。恐惧和贪婪易于影响人的判断力。因为本对挣钱并不非常冲动，他比其他许多人更少受到这些情绪的影响。

本经历了大萧条，并遭受过惨重的损失，因此他愿意投资于那些在股市下跌时可以保护他不受损失的股票。这里有一个很好的例子。那天我刚好在格雷厄姆-纽曼的本的办公室里。当时他接到一个电话，向他报告已经购买了政府雇员保险公司（Government Employees Insurance Co.）50%的股份（现在的GEICO）。他然后转过来对我说，"沃尔特，如果这笔买卖不成功的话，我们总能将它变现并收回我们的资金。"

事实上，政府雇员保险公司的表现远远超出了他的想像，但这并不是他刻意追求的。正如俗话所说，好的开始是成功的一半，股票买得好相当于已经卖了一半。我认为本是这方面的专家。

格雷厄姆-纽曼公司根据本制定的投资理念来投资，基金迅速发展起来。与现在的投资公司相比，它的规模还很小。1946年1月31日时它的总净资产是330万美元。

本强调以最小风险来保护期望利润。如果有人手中有1947～1956年时期的穆迪（Moody's）投资手册，看看格雷厄姆-纽曼公司的投资持有股很有意义。这些股票中许多是很小的，实际上是名不见经传的公司。但它们的价格很低。阅读一下截止于1946年1月的年报是有益的，年报上声称他们总的投资方针

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有两个方面：

（1）当证券价格低于仔细分析所得出的内在价值，尤其是低于其清算价值时，进行购买。

（2）进行套利和套期保值交易。

我帮助本完成《证券分析》的第3版，这本书出版于1951年。附录中有一篇1946年首次刊登在《分析师》(The Analysts Journal）上的文章。在这篇文章中，他设计出一个计算风险-报酬结果的代数公式，这个公式仍然能够运用于37年后的今天。

1949年，《聪明的投资者》(The Intelligent Investor）一书出版。这是一本写给外行看的书，但它注重证券分析，并给了这个领域很大的声誉。该书的第四次修订版现在仍然在印刷。

一天，我们发现一支相对其当时价格来说非常便宜的股票——鲁金斯钢铁（Lukens Steel)。我们购买了一些，并且还想购买更多。

这时，本出去与一个人共进午餐。这个人不厌其烦地向本推荐一支又一支蓝筹股（blue chip)。在午餐结束时，他询问本喜欢什么，本告诉他我们买了一些鲁金斯钢铁。我怀疑是否在一天内，这人买了大量鲁金斯股票，并将股票的价格抬升出我们的购买范围之外。本告诉我这个故事时，我的印象是，他并不想表现出无礼，也没有意识到他的评论是多么重要。

他尽量使事情简单。他写道，我认为证券分析使用的分析工具不应超过算术，任何投资决策也许使用一点代数就足够了。

本是一个有修养的、多才多艺的人，他并不像这个行业中的其他人将大量的时间花费在投资上。他喜欢尝试新的主意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪30年代后期，他致力于倡导其不寻常的谷仓常满理论，并且写了关于这个理论的一本书，书名叫《储备与稳定》。在这本书中，本倡导将一些商品和金属作为货币基础。他的观点讲得通，当棉花6分1磅，其他原材料也在低价位时，这是个有趣的提议。尽管本的一个朋友，伯纳德·布拉斯（Bernard Baruch）支持这个观点，同时这也是一个帮助农民和减少通胀威胁的有效方法，但本从未有影响力以使国会接受这个提议。

在我看来，本的一生中，《证券分析》是他最伟大的成就。

在提高证券分析的地位方面，本杰明·格雷厄姆是一位先行者，认识他是我的荣幸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

译者序 ……VI
前言 ……VIII
本杰明·格雷厄姆与《证券分析》：一个简要回顾 ……XI

第一部分 金融的道德规范与企业 ……1

第1章 美国企业是否值得存在下去
本杰明·格雷厄姆发表在《福布斯》上的三部分系列文章 ……3
膨胀的政府债券与萎缩的股东：公司在欺骗其所有者吗？ ……3
富有的公司是否应该返还股东的现金？ ……13
是否财富应当通过关闭公司得到清算？ ……22

第2章 美国资本主义的伦理道德 ……29

第二部分 股票和股市 ……35

第3章 新型普通股投机 ……37
第4章 股市警告：前有危险 ……54
第5章 价值的复兴 ……72
第6章 普通股的未来 ……81

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分 职业投资 ……101

第7章 通往证券的科学分析之路
——金融分析师协会全美联合会第五届年会会议记录 ……103

第8章 在美国参议院银行货币委员会的见证词
影响股票买卖的因素 ……115

第四部分 投资策略 ……185

第9章 当前证券分析中亟待解决的问题
节选自纽约金融学院1946~1947年演讲集 ……188

第五部分 商品储备计划 ……305

第10章 关于建立一种国际商品储备货币的建议 ……308

第11章 多种商品储备计划的摘要 ……314

第六部分 对本杰明·格雷厄姆的采访 ……323

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章 本杰明·格雷厄姆：投资价值理论之父仍然放心不下 ……325
第13章 选取便宜股票的最简单的方法 ……338
第14章 与本杰明·格雷厄姆在一起的一小时 ……348

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

金融的道德规范与企业



他永远是一个正直的人。

——罗哈德·萨娜特（Rhoda Sarnet），本杰明·格雷厄姆的侄女

当本杰明·格雷厄姆的三部分系列“美国企业是否值得存在下去？”发表在《福布斯》(Forbes)杂志上时，美国，实际上整个世界，已经经历了1929年和1930年惨重的股市崩溃，正处在大萧条的深渊中。尽管大萧条一直持续到这个年代的后期，格雷厄姆的文章给投资者的信号是，现在是安全地回到股市中去的时候了。格雷厄姆指出，当时在纽约证券交易所挂牌的公司中，超过30%的公司股票的价值低于其解散并清算出售的价值。在这一系列文章中，格雷厄姆指责公司管理者利用投资者，并将他们自己的利益置于股东之上。

不仅如此，格雷厄姆的文章还号召投资者回到证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券市场中去。格雷厄姆写这些文章需要巨大的勇气，因为他与合伙人杰洛姆·纽曼管理的基金在1929～1930年的股市崩溃中丧失了它50%的价值。尽管格雷厄姆在写这些文章时已经38岁，他还是一个相对年轻的人，但他已经是一个受人尊敬的投资思想家和作家。通过这些文章，他成为带领金融社会重新回到商业中去的领导者。

这部分的最后一篇，摘自格雷厄姆刚从职业投资业退休后在加利福尼亚发表的一篇演说。正如这篇演说所表明的，格雷厄姆从未失去过他对商业道德规范的热情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章

美国企业是否值得存在下去⊖

本杰明·格雷厄姆发表在《福布斯》上的三部分系列文章

膨胀的政府债券与萎缩的股东：公司在欺骗其所有者吗？

从这篇文章开始，编者将介绍一系列文章。这个系列涉及企业和金融曾经见证的最引人注目、影响广泛和意义重大的情况，这个情况的解决影响到每个投资者的利益。

读到标题下面提到的要点，你很快将会发现，为什么这一系列文章是需要提倡的、最及时、最重要的文章之一。

这些文章的作者是哥伦比亚大学的讲师。他有多年的实际操作经验，而且系统学习过商业、金融和证券市场。他会引导你，

⊖ 摘自《福布斯》，1932年6月1日号，经《福布斯》杂志允许重印，版权所有©福布斯公司，1932年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对现实进行令人吃惊地思考，得出同样吃惊的关于你作为股东的权利和责任的结论。

这些事实的大部分，尽管是逻辑严密的和明显的，却很少受到公众的注意。《福布斯》很高兴能提供一个无畏的、坦诚的和有趣的系列文章，将股票市场和公司领域中存在的偏见和心理失调揭露出来。下面就是这个系列中的第一篇文章。

以50美分的价钱转让美国

公开市场上超过1/3的工业股票，出售的价格低于公司净速动资产的价值。

大量的普通股以低于公司库藏现金的价格出售。

信贷风险小的公司不需要借取商业性贷款。他们仍然拥有大量未使用的现金余额，这些现金余额由新时代（the New Era）的股东提供。

当股东疲于奔命时，财务主管睡得正香。

银行不再直接借贷给大公司。他们借给股东，股东通过购买价格膨胀的股票，使公司过度融资。

公司、董事和股东，他们各自的责任是什么？怎样才是退出公司的适当方法？股东是其公司的所有者，或者只是受骗者？

小公司是否应该反转1929年的做法——给股东以权利售回其购买的股票，减少资本金以及平衡公司和股东之间的负担？

如果说，因为未来可能持续的损失，市场行情对其巨额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的现金资产打折扣，难道股东不应该在其资金被挥霍浪费掉之前要求清算吗？

公司是否公平地对待他们的股东呢？

假如你是一家大型制造企业的所有人，像许多其他人一样，你在1931年遭受了重大损失；当前的前景并不令人鼓舞；你对未来感到悲观，愿意将它出售——以低廉的价格。一个可能的买主会要求看你的账表。你展示给他一张真正非常健康的资产负债表。这张表展现出来像这样：

现金和美国政府债券	$8 500 000
应收账款和商品存货	15 000 000
厂房设备，房地产，等等	14 000 000
	$37 000 000
减流动负债	1 300 000
净价值	$36 200 000

买主仔细检查这张表，然后给你的公司出价500万美元——现金，政府债券和其他所有东西都包括在内。你会卖吗？我得承认，提出这个问题好像在开玩笑。一个头脑清醒的人是不会将850万美元现金资产与500万美元钱相交换，更不用说还要加上2 800万美元其他资产。尽管这样一笔交易听起来完全违背理性、荒谬可笑，但是那些以每股7至8美元的价格出售怀特汽车公司股票的所有者，在做的正是这样的事——或者说他们所可能做到的最接近这样的事。

以上给出的数字表示了怀特汽车公司去年12月31日的情况。按照每股7.37美元的低价格，公司65万股出售的价格是480万美元——大约是现金及其等价物单独一项价值的60%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者说只是净速动资产的1/5。普通股之前没有资本性负债（capital obligations），惟一的负债只是上面表明的经常性应付账款。

一个大型的、历史悠久的公司在市场上以其一部分速动资产价值的价格出售，这毫无疑问是一个令人吃惊的场面。

但是当我们注意到，许多其他公司的行情牌价低于其在银行中的现金资产价值时，这个情景变得更加引人注目。更重要的是这个事实，所有工业公司当中，有令人吃惊的大比例，出售的价格低于其速动资产的价值——更不用说厂房和其他固定资产。

这意味着，大量的美国公司在市场上的行情牌价低于其清算价值；这也意味着，根据华尔街的最佳判断，这些企业没有存在的必要了。

在有秩序的清算中，大多数的工业公司至少应该产生与其速动资产相当的价值。当然应当承认，厂房设备、房地产等资产不能相当于其账面价值，但是其可实现的价值应该足以弥补应收账款和商品存货低于账面价值的缩水部分。如果这不是一个合理的假定，那么我们大公司的会计方法就有根本性的错误。

在作者的指导下，哥伦比亚大学商学院进行了一项研究。这项研究涉及在纽约证券交易所挂牌的600家工业公司。研究成果表明，超过200家公司——或者说接近1/3的被调查公司——以低于其净速动资产价值的价格出售。

在被调查公司中，有超过50家公司，其股票出售的价格低于其现金和可转让证券单独一项的价值。附表（表1-1）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

列示了部分被调查公司，包括更具代表性的后一类公司。

表1-1 出售价格少于现金资产的部分股票

（单位：美元）

公司	1932年市场最低价	最低价时公司的市场价值/千美元	现金和可转让证券/千美元	现有资产减全部负债/千美元	每股现金资产	每股净速动资产
美国汽车①	20¼	9 225	14 950	32 341	50	108
美国机车①	30¼	14 709	14 829	22 630	41	63
美国钢铁①	60	8 021	8 046	11 720	128	186
美国羊毛①	15¼	8 354	14 603	40 769	30½	85
康格勒姆	7	10 078	10 802	16 288	7	12
豪威·桑德	6	2 886	4 910	5 254	10	11
哈德森汽车	4¼	6 377	8 462	10 712	5½	7
休珀汽车	2	2 664	7 236	10 000	5½	7½
利马机车	8½	1 581	3 620	6 772	19	36
玛格玛铜业	4½	1 836	3 771	4 825	9	12
马林·洛克威尔	7½	2 520	3 834	4 310	11½	13
汽车产品	13	2 457	2 950	3 615	15½	19
缪什威尔	10 ⅞	1 805	2 888	5 769	17	34
纳什汽车	10	27 000	36 560	37 076	13½	14
纽约空中刹车	4 ½	1 170	1 474	2 367	5	9
奥普·赫姆·科林斯	5	1 050	2 016	3 150	9 ½	15
利奥汽车	1 ½	2 716	5 321	10 332	3	5½
国有堪萨斯铁路	7	2 240	2 760	4 477	8½	14
斯蒂瓦·华纳	2 ⅜	3 023	4 648	8 303	3½	7
怀特汽车	7¾	4 938	8 620	22 167	13	34

① 优先股

这种情况代表什么含义呢？经验丰富的金融家一定会回答说，在经济繁荣的泡沫崩溃之后，股票总是过度贬值。正如纽约证券交易所的主席所说，“这样的时代使美国人民对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的股票感到恐惧，不敢轻易接近我们的股票。”

有一种不同的观点认为，事情发生的原因在于，当股票价格低迷时，那些有勇气购买的人没有资金，而那些有资金的人却没有胆量。但是，在上一个熊市——比如1921年，为什么没有出现同样的现象呢？

然而，当时的情况与现在不同。当时处在战后严重的衰退时期，股票以低廉的价格出售。但是在证券交易所，很少有股票能够以低于速动资产的价值出售，没有一支股票的价格低于公司可用现金的价值。

特别是当人们注意到，这些代表性的公司并未在1931年表现出比1921年更差的经营成果，这两个时期数字的对比尤其使人震惊。为什么现在这些公司出售的总价格是其运营资金（working capital）的一半？而在10年前，其运营资金仅为其底价的一半。以现金资产来衡量，当前的价格相当于1921年价格的⅙。

因此，我们必须承认，当前存在的情形并不是所有熊市的典型情况。大体上说，这是一个崭新的、史无前例的情形。它是1928～1929年新时代的疯狂后产生的古怪的、具有讽刺性的后果。在那个时代，人们的金融观念和国家的金融结构都发生了深远但难以理解的转变，这个现象正是这一转变的反映。

市场上存在两个似有道理、似乎无害的观点——第一，好的股票是好的投资；第二，股票的价值取决于其盈利能力。这两个观点被利用为一种狂热的信条，它将我们所有的投资者转变为投机者；它使我们的公司变得富有，使我们的股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变得贫穷；它倒置了商业性贷款与华尔街贷款两者的重要性；它产生了本末倒置的会计方针和完全非理性的价值标准；它在不小的程度上应当为我们正处在的似是而非的萧条负责。

大量的股票正在以比其运营资金价值低得多的价格出售。这个简单的事实后面隐藏着错综复杂的原因、结果和含义。这篇文章的剩余部分将要探讨造成现在这个独特情况的原因，而其他复杂的方面将在以后的文章中涉及。

股东通过行使认购权将大量的现金注入公司的保险柜，市场价格和流动资产价值两者之间的鲜明对比在很大程度上可以由它来解释。这个现象是1928～1929年大牛市与其他市场相区别的一个显著特点。它产生了两个截然相反的效果。一方面，多余的资金极大地增加了公司的现金和流动资金头寸；另一方面，多余发行的股票极大地增加了股票的供给，这反过来削弱了股票的技术价位，加速了其市场价格的下跌。因此，相同的条件既提高了股票背后的价值，又压低了它的价格。

然而，如果在20年代股东没有失去研究资产负债表的习惯，股票价格的下跌是否能够达到这种程度值得怀疑。过去一年中股票出售大多出于恐惧而非出于必要。如果这些胆怯的股票持有人完全意识到，他们出售股票的价格只是股票背后流动资产价值的一小部分时，他们中许多人可能会改变行动的方式。

但是由于股票价值已经变成单独与盈利能力联系在一起，股东不再关心其公司所拥有的——甚至不关心公司在银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行里的资金。

毫无疑问，过去的投资者过于强调其公司的账面价值，而很少关注其资产的盈利能力。而现在，除非公司的资产表现出相称的盈利能力，投资者就会忽视其账面价值，这是有益的一步。

但是像华尔街的大多数观点一样，这个观点做得太过头了。这导致对报告利润地过分强调——这种利润可能仅仅是临时性的甚至是欺骗性的——它同样导致了对公司流动资金头寸重要性的掩盖，流动资金头寸曾经一直被认为是证券价值的决定因素。

华尔街评估企业价值的基础完全不同于私人企业运用的标准。在行情好的时候，股票交易的价格，以普通企业的标准来衡量，总是异乎寻常得高；而现在，根据补偿的原则，同样是这些公司，其资产却经历着一样荒诞的价值低估。

人们对这一现象的另一种解释是，股票以低于其流动资产价值的价格转让，是因为担心未来的经营损失。许多读者会声称，这正是当前低的市场价位被掩盖了的原因。行情牌价不仅反映盈利能力的丧失，也反映了“亏损能力”的存在。这种“亏损能力”预示将要耗费掉今天股票背后的流动资金。

难道真是这样吗？每三家美国企业中就有一家企业注定要不断亏损，直到股东手中没有股份剩余为止？这就是证券市场所确切表明的。

这种观点极有可能是错误的，正如它在对未来的判断中也是错误的一样。众所周知，华尔街的逻辑没有说服力。它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在很少情况下是一致的。例如，一方面，华尔街因为卡车夺去了铁路的市场份额而对铁路感到绝望，另一方面，它又对卡车工业如此依赖，以至用最大数量的股票换取其流动资产一项的一小部分。

如果一家企业注定要亏损，为什么还要继续经营它呢？如果它的未来如此黯淡，已不再是一家活跃繁荣的企业，以至不如结束它的业务，为什么不清理业务并最终关闭它呢？

当然，在担心企业后来将被挥霍掉时，企业的所有者有更好的选择，而非浪费其当前的资金。让我们再来看看本文开始提到的怀特汽车公司，其股东与私人工厂主之间的和约。

这个问题纯粹是一个简单的逻辑关系。或者怀特汽车公司，作为一家活跃繁荣的企业，比其在银行中的现金更有价值，或者它不如这现金有价值。如果它更有价值的话，股东以比这现金价值低得多的价格出售其股票就是愚蠢的，除非他们被强迫这样做。如果它不如这现金有价值，企业应该被清算掉，每个股东被给付其在现金和其他资产中所占的份额。

显而易见，股东不仅已经忘记了如何观察资产负债表，他们也忘记了自己是企业的所有者，而不仅仅是股市行情的所有者。美国数以百万计的股东，你们早就应当将注意力从每天的市场行情报告中转移开，并关注企业本身。你们是这些企业的所有者，这些企业为了其股东的利益而存在，并听从股东的安排。

当然，对这些企业的监督必须授权给董事，企业的经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须委托给付薪的经理。但是，所有者的资金是否应该被经营损失挥霍掉，它是否应该无生产性的投放在资金表上无法动用，而所有者自己却急需现金？这些问题是方针政策问题，需要每个股东自己思考，做出决定。

这些问题不是管理问题，这些问题是所有权问题。管理部门关于这些问题的观点可能是重要的，但绝不是决定性的。

股东今天需要对资产负债表有意识，而且不仅仅是这样，他们还需要对所有权有意识。如果他们意识到其作为企业所有者的权利，我们面前就不会出现这样疯狂愚蠢的场面。公司的保险柜中塞满了现金，而他们的业主却以他们所能得到的任何条件疯狂地放弃他们的股份。当然，也可能是公司自己买回其在证券市场上的股份，具有一点讽刺意味的是，我们看到股东收到用其自己的资金支付的一点款项。

民间传说中诙谐的理发师在其招牌上印上：

你还在想什么呢？

我们为你免费理发，并给你一份饮料！

这句话，如果没有逗号，可以宣布为今天股票出售者的格言：他们无偿转让掉他们在存货和应收账款中的份额，而且抛掉房地产、建筑物、机器设备和所有不具有可转让特点的东西。

这种可笑的情况可以进一步挖掘，但是现在需要的不是诙谐的言语，而是将股东、管理部门和银行家面临的重大问题直接展示出来。这些问题将在以后的文章中讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富有的公司是否应该返还股东的现金?[⊖]

在我们第一篇文章中，许多公司的现金资产头寸与其股票价格之间的差异，部分得被归咎于大量股份的发行。这些大量发行的股份将资金从股东的口袋转移到公司的保险柜。根据纽约证券交易所编辑的资料，在1926至1930年间，挂牌公司所吸收的资金一项就不少于50亿美元。

在这个时期，向公众发行的公司证券总的销售额超过290亿美元。这些资金中，只有一小部分转移给了私人，其主要的部分都给付了企业，或者用于厂房及附加设备的扩建，或者用于增加流动资金。

同时不应忘记的是，数额巨大的资金以未分配收益的形式积累起来。在这个巨大的现金流入之后，毫无疑问，公司的保险柜仍然在膨胀，尽管存在那些花费掉的、损失掉的或以红利分配掉的资金。

但是，那些供应这笔巨额资金、购买新发行股份的投资者，认购增发股份的股票持有人，他们怎样了呢？他们现在并没有很多财富，也并未为过多的资金所负担。他们拿出自己的资金来充实公司的保险柜，他们大量借贷为了这些公司能够清偿债务。

荒唐的结果是，那些拥有富有的美国企业的人自身却很贫穷。典型的股东背上了沉重的财务负担，而他的公司却拥有大量的现金。这些晚上，公司的财务主管睡得正香，而公

⊖ 摘自《福布斯》，1932年6月15日号。经《福布斯》杂志允许重印。版权所有©福布斯公司，1932年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的股东却疲于奔命。

诚然，公众拥有更多的股票证书代表他们应该被给付的份额，同时每个证书又代表对公司持有现金的所有权。尽管这样，这并不能帮助我们的股票持有人。他们不能凭借股份背后的现金从银行借款，或者增加其现有的贷款。如果他想转让其股份的话，他必须接受股市行情所报出的价格；如果他请求公司的经理给他一些属于他自己的现金，经理们可能会挥手示意让他走开，并报以怜悯的微笑。也许他们会如此慷慨慈爱，以至以当前的市场价格购回他的股份——这相当于其公平价值的一小部分。

与此同时，新时代日子里现金从公众到公司的慷慨转移，不仅给证券持有人带来了无尽的烦恼，它也严重地削弱了我们的银行结构。商业性贷款一直是我们信贷系统的核心和保障。相比较而言，证券业贷款规模更小，在地位上也居于次要位置。

但是，近年来公司和公众在这两项贷款之间做了些什么呢？他们已经清偿了商业性贷款的精华部分，用证券业贷款取代了商业性贷款的位置。银行不再直接借给大企业，而是被迫以股东的股份作为抵押品贷款给企业的股东，或者为银行自己的利益购买证券。

表1-2是联邦储备系统报告成员银行的商业性贷款和证券业贷款两者的比较数字，银行贷款投放的转变程度可以从中看出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表1-2 银行资源构成的变化（1920年～1932年）

（单位：百万美元）

	商业性贷款	证券业贷款	总计
1920年10月	9 741	7 451	17 192
1932年5月	6 779	12 498	19 277

整个事件的发展已经证明给股东造成了巨大的灾难，给银行造成了尴尬的局面。借贷最好的方式已经被最差的方式取代了。贷款的安全性和某种程度上发放贷款银行的偿付能力，已经变成受股票市场价格波动的控制，而不是取决于我们大公司的财务能力。

成千上万的股东——他们公司事业的所有者——发现自己今天处于一种荒唐的境地。他们股票的市场价值，例如只有1 000万美元，它的借贷价值最多为800万美元。然而这个公司不仅在其保险柜中有1 500万资金，还能用其数以百万计的其他速动资产作抵押借取更大数额的资金。如果公司的所有者能够真正控制这样一家公司，那么他们不仅能够取出1 500万美元现金，还能够从银行借取500万美元的贷款，同时伴随大量的普通股，拥有一个良好的营业情况。

同一家银行，对以每股10美元贷款给股东犹豫不决，却会很乐意贷款给公司，其所贷款项足以让公司给股东每股支付15美元。

想想两个巨大的反差吧。一方面，一个典型的标准企业有着大量的现金和信贷资源；另一方面，拥有这家企业的人们将大量的现金注入企业的保险柜，他们却不能借取哪怕是他们所有企业的现金价值的一小部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在经济繁荣时期股东对其公司的过分慷慨，与今天公司对其股东的过分吝啬，造成了现在这个结果。

银行在这样一种情况下似乎像合谋作恶的人，但是事实上，他们也是这个环境的受害者——被一个充分构思的系统施加了不利条件，这一系统与当前的实际情况不协调。银行家们受过良好的教育，他们被指示要首先考虑商业性贷款。

但是现在谁是商业性贷款的借款人呢？拥有良好的以往的（如果不是最近的）信贷记录的大公司，他们会因为季节性的原因而要求借款吗？根本不会。这样的公司不需要银行的帮助，他们从股东手中融通资金，并且此时这是一种很好的融资方式。

现在只剩下了三种类型的银行贷款人：（1）规模小的或者私有的企业——其经营情况可能好，也可能不好；（2）在最近繁荣时期甚至还有着不良信贷记录的大工业公司；（3）铁路和公用事业企业，他们需要临时性的（现金）融通，这种企业只有依靠永久的融资才能产生效益——这可是经常带来麻烦的源泉。

因此，我们必须认识到，好的商业性贷款将证券抵押贷款的替代既对我们的银行系统有害，也对大批的股东有害。那么这种情况是否有解救的方法呢？当然有解救的方法，而且是一个非常简单的方法。

让公司将其正常经营活动所不需要的多余资金返还给他们的股东。

这种行动产生的当即效果有利于股东个人，它给付股东资金以满足他的紧急需要或用于他认为合适的用途。第二个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果是，在公众意识到美国企业背后强大的现金资产的同时，受影响股票的价格和证券市场总的价位都会提高。第三个结果是，改善了我们银行结构的平衡，补偿了一大部分好的商业性贷款（特别是当商业重新开始膨胀时），以及使得一定数量被冻结的证券业贷款得以偿还。

现金的返还怎样才能实现呢？更可取的方法是，沿着导致当前困境，在金融方面走过的道路返回。让公司给其股东提供以固定比例和标明价格出售股票的权利，而非提供购买股票的权利。这个价格应当高于当前市价，但是在大多数情况下应该低于每股净速动资产的价值，因此远低于其账面价值。从公司的角度来看，这样打折回购的结果是，盈余数额和剩余每股净资产价值都会提高。

一些公司已经按照这个程序行动，最早行动的一家公司是西蒙斯石油公司（Simms Petroleum）。最近，汉米尔顿羊毛公司（Hamilton Woolen）已经提出以每股65美元的价格购买其⅙的外在股份，这一价格大约相当于每股净速动资产的价值，并且比当前市价高得多。这相当于将1929年股东给付的新资金的一大部分返还了。

其他公司已经以未注销股份的特殊方式，将多余的资金返还给股东。无敌汽车公司（Peerless Motors）就是一个典型的例子。另一个例子是优里卡真空吸尘器公司（Eureka Vacuum Cleaner），这家公司行动时同时声明，向其他公司推荐类似的举动以助于缓解危机。许多公司，例如著名的标准石油管道公司（Standard Oil）和一些新英格兰工厂，已经通过减少每股价值的方案，将多余的现金资本返还给股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有这些方法实现了同样的目的，他们之间的区别主要是技术性的。我们所推荐的股份回购，在大多数情况下比减少每股价值更实用，而且它也比直接给付特别红利具有某种利于簿计的优点。而且，作为通过发行认购权将资金从股东手中取走的程序的相反操作，显而易见，这种方法在逻辑上具有很强的吸引力。

相当数量的企业已经在运用多余的资金在公开市场上购买股票。这也代表了公司资金向股东的转移。毫无疑问，这种做法对市场价格的提高是有帮助的，因而对那些被迫出售股票的人也是有益的。而且，以低廉的价格回购股份，很可能会使现有股东受益。当然，以这种方式运用多余资金的公司，比那些紧紧握住其在银行中的每个美元的公司更慷慨大方得多。

但是这种方式受到各种各样的反对。如果支付的价格表明过高了，董事会受到那些他们仍就代表的人的反对，而那些受益的人却不再对他们或对公司感兴趣了。如果为了避免这种危险，他们只是当价格特别低时才购买股票，他们不能避免以这样的形象出现，就是他们不公平的利用他们股东的需要。而且，这样未公开的市场操作可以有机会回答董事和内部人员对利润的质问。

巴德克斯飞机公司最近派发了红利，并且同时宣布其想在公开市场上购买大量股票的意图。其他拥有富余资金的公司也采取了同样的政策，尽管一般来说，没有这种保留的善意，公开其购买股份的计划。这样的程序有可能对股东不公平。当董事手中有积累的剩余和过量的资金时，其第一职责

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是用这空闲的现金来保持一个可观的红利。

在繁荣年代积累剩余的主要原因，是为了使不景气年份的红利发放保持连续性。因此，缺乏盈利本身并不是停止对股东支付的充分理由。通过推迟发放股利以保留所有者的资金，然后运用这笔资金，以由此产生的极低价格购回股份，是很危险的接近不择手段的作法。

这样的考虑将这一点弄清楚了，这就是为什么作者并不认为公开市场买卖是将公司的现金返还给股东的最好方法。股票退出流通涉及到那些卖出股票和那些保留股票的人的利益冲突；并且它没有机会发现管理部门对不公平手段判断的错误。

检查部分列示的、在当前市场上以少于其净资产价值的价格出售股票的部分公司，同时参考在第一篇文章中上一问题提供的表格（表1-1），就会揭示许多例子。在这些例子中，现金持有非常过量。如果股东给他们的管理层施加足够强大的压力，他们就能够获得这些剩余现金中很大一部分的返还，这将对他们自己的头寸、对证券市场的疲软、对银行总的情况，有很大的益处。

为了达到这些预期的效果，股东必须首先意识到剩余资金的存在；因此他们必须先扫一眼其公司的资产负债表。最近几年来，财务作家总是异口同声地指出，与盈利能力相比，资产价值是如此不重要。但是似乎没有人意识到，对资产的忽视和对盈利的强调两者可能——并且已经——做得过了头，结果是最具灾难性的一种。

整个新时代和对蓝筹股的发狂来自于对盈利趋势的痴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迷。利润仅仅增加1美元，从每股4美元增加到每股5美元，将股票的价值从40美元提高到75美元，并且高兴地假定上升趋势已经确定了，这种趋势表明乘数为15而非10是合理的。这种计算价值的基础因此变得武断，并且主要由心理上的因素决定。结果是，在这个冠冕堂皇的“投资”标题下，每个人感到可以无拘无束地进行赌博。

正是这种将投资者怂恿为投机者的行为，使得史无前例的时期和1928～1929年的进程成为可能，这也造成后来相对应的灾难性的股市崩溃，这也——正如后来出现的——将经济结构伴随股票市场一起毁灭。

对盈利迷恋的特殊衍生物是，将固定资产的价值登记为1美元。这样做的目的是为了减少折旧费用，并因此报告更大数额的利润。这个原理就是通过破坏市场价值，我们能够提高盈利能力并因此提高市场价值。如果没有人注意到资产，那么为什么要在簿记上登记任何资产呢？这是艾丽斯漫游金融仙境（Alice in Wonderland financial logic）的又一个事例。

这是一个有趣的对比，一代人之前，人们痛斥浮夸股票价值的做法。在那个时候，为了提高固定资产的账面价值，固定资产被武断地登记高，并因而为虚构市场价值提供了便利。而我们现在的做法是，用虚构的盈利来替代虚构的资产。虽然操作程序直接相反，但对象目标和其背后的欺骗是确切相同的。

因为现在投资者和投机者对盈利报告表面的重视，市场价格的大幅差别往往仅仅由于使用不同的会计方法造成的。纯粹欺骗（downright crookedness）的机会在市场上大量存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在，他们的存在也并未被人们忽视。

在纽约证券交易所挂牌的一家公司，最近采取一个简单的应急手段，将经营亏损转变为盈利。他们仅仅提高其商誉的价值，并将增加的那部分价值加入到盈利中，没有提到这个小的细节问题。管理部门显然是依靠这个事实——股东不会足够细致地检查他们的资产负债表来发现他们迷人的诡计，这样做并不是非理性的。

对资产的忽视也将一些新的好主意引入到重组和合并中。债权人不再同意接收现金以偿还其债权；股东的权利加以巩固，给其他证券以对现金的优先要求权，这个权利原先是属于股东的。

例如，菲斯克橡胶公司的情况表明，对应每1 000美元的未偿还债务，公司现有大约400美元的现金以及大约900美元的净速动资产，这还不包括范围广泛的厂房设备等资产。然而，提议的重组计划根本未给债权人提供现金，而仅仅是新公司的股份。

相似的情形是，普莱里管道公司的股东满意的接受这个事实，他们的股票背后拥有每股12美元的现金等价物。在此同时，他们发现他们成为另一家公司的所有者，这家公司没有可直接适用于他们财产的现金。而且，这支新股票的市场价值，少于他们原先所代表的现金价值的一半。

以作者的观点来看，所有这些奇怪的事例来自于，股东并未意识到他们拥有与私人企业合伙人同样的重要位置和法定权利。华尔街的繁荣盛况和出色表现已经掩盖了这个简单的事实。如果全国数以百万计的投资者了解到这个事实，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们就在纠正公司的操作和对股票价值采取一个正确的态度方面迈出了一大步。

是否财富应当通过关闭公司得到清算?[⊖]

哪一方是正确的——是股票市场还是公司管理部门?

当前公司和其股东心理失调的另一方面是可能的清算问题。许多股票以少于其现金价值的价格出售，是因为市场判断未来的经营损失将会消耗掉现金。

如果这是实际情况的话，难道股东不应该在其现金被挥霍掉之前要求清算吗? 管理部门会说“不”——这是自然的，但是股票市场会说“对”——这是毫无疑问的。那么哪一方是正确的呢? 什么是问题两方面的重要因素呢?

《福布斯》在此展现给读者，格雷厄姆先生这一系列文章中第三篇，也是最后一篇文章。这篇文章将论述产生当前（麻烦）情况的根源。

我们面对的是前所未有的情况。每三家工业公司中就有超过一家公司，以低于其净流动资产价值的价格出售。大量的公司的行情牌价低于其可自由支配现金的价值。对于这个情况的出现，我们已经在以前的文章中指出了三种可能的原因：（1）对事实的忽视；（2）被迫出售的同时却没有能力购买；以及（3）由于担心当前的流动资产会被挥霍掉而不愿意购买。

在以前的文章中，我们讨论了前两个原因和其隐含的很

⊖ 摘自《福布斯》，1932年7月1日号。经《福布斯》杂志允许重印。版权所有©福布斯公司，1932年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多意义。但是，无论是对事实的忽视还是公众的财务困境，都不能充分解释当前的市场情况。

如果不附带任何条件的与黄金挂钩的美元能够以50美分的价格购买，很多公众的注意力和大量的购买力将被集中起来以利用这笔廉价的交易。公司的与黄金挂钩的美元现在能以50美分或更低的价格大批量地获得——但是他们确实附加了条件。尽管他们属于股东，但股东并未控制他们。当经营亏损造成损失时，股东可能什么也做不了，只能看着这些资产不断减小逐渐消失。由于这个原因，公众拒绝按照其账面价值接受哪怕是公司的现金所有物。

事实上，讲究实际的读者可能会不耐烦地问道："为什么在公司并未准备清算时，所有这些都在讨论清算价值呢？就股东而言，他们对公司现金账户的兴趣就与他们对工厂账户的兴趣一样是理论性的。如果企业被清算，股东就会得到现金；如果企业是盈利的，工厂就会比其账面价值更有价值。如果你有一些现金等等。"

这个批评有力，但是可以回答它。股东没有权利使企业盈利，但是他们确实有权利让企业清算。实际上这根本不是一个理论性问题；这个问题既是非常实际的，也是非常紧迫的。

这当然也是一个引起广泛争议的问题。它包括公司管理部门和股票市场各自做出判断的确定无疑的冲突，而且包括公司管理部门和股票市场各自利益的可能的冲突。

用最简单的语言，这个问题可以归纳如下：是管理部门错了还是市场错了？这些低价格仅仅是非理性的恐惧的产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物，还是他们严肃地传递了要求清算的警告？

现在，股东将对这个问题和所有其他问题的回答，留给公司管理部门的手中。但是当后者的判断力受到公开市场裁定的严重挑战时，让管理部门决定是其自身还是市场正确似乎显得幼稚。当这个问题包含着，从企业领取报酬的经理和其资本的所有者各自利益的剧烈冲突时，这尤其是真实的。如果你拥有一家经营得很差的杂货店，你不会让经理来决定是继续经营还是将它关闭。

公众面对这个重大情况的固有的无助，由于其接受公司管理领域的两个危险的信条，而得到了加重。第一个信条是，董事对其证券的市场价格没有责任，或没有兴趣。第二个信条是，外部股东对企业一无所知，因此他们的观点不值得考虑，除非其观点得到经理的倡议。

由于第一个信条，董事们成功地逃避了基于其股票市场价格的所有问题。第二个原则有很好的优点，使这些股东保持沉默（不是处于控制中）。这两个原则一起为管理部门提供了完全的保护，在正确观点的力量指出通过清算可以为股东牟求更好的结果时，管理部门不再需要向其股东为其公司的继续经营而辩护。

董事们不关心其股票的市场价格，这个观点如同它是伪善的一样使人误解。不用说，管理部门不对股价的市场波动负责，但是他们应当认识到股份过分的高价或不适当的低价位。他们有责任保护他们的股东避免遭受可避免的市场价值的贬值——这种责任与其权利是一样合理的——这个责任相当于保护他们免遭可避免的资产损失的责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果这个职责受到承认并得以坚持，当前行情牌价与清算价值之间荒唐的关系将不会存在。董事们和股东们都应当认识到，其股票的真实价值决不应少于企业的可实现价值，这个价值的数量反过来，一般不少于净速动资产的价值。

他们会进一步认识到，如果企业不值其作为一个繁荣活跃企业的可实现价值时，它应当关闭清算。最后，董事们会承认其有责任保持企业的可实现价值，不让其萎缩，并防止，只要它是合理的和可能的，价位长久地并严重地低于可实现价值。

因此，不是以贤明的不关心态度看着其股票的价格跌至不正常的低价位，董事们应当将股价的下跌视做挑战，并采取建设性的行动。第一，他们应当尽力保证发放红利，这个红利至少应当与股票的最小价值等同。为了达到这个目的，只要公司的财务状况未受到损害，他们应当自由地提取积累的剩余。第二，他们应当毫不犹豫地将股东的注意力转向超过市场价值的最小清算价值的存在，并表明他们对实现这些价值的信心。第三，只要可能的话，他们应当帮助股东，通过以合理价格使股票到期将多余的现金返还给股东，正如我们在前一篇文章中提倡的一样。

最后，他们应当仔细研究公司的情况和前景，以确保股票可实现价值不可能遭受重大损失。如果他们发现存在未来发生严重损失的危险，他们应当对这个问题认真并公正地考虑，这就是股东的利益是否能够通过出售或清算得到最好的满足。

无论股票市场多么强有力地声称清算的合意性，没迹象

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表明管理部门对这个问题给予认真的考虑。事实上，多元所有权公司罕见的自愿解散很可能引起人们的惊奇，或者是受到批评的目标。在私人所有企业的情况下，从经营中退出是经常发生的事情，但是对于一个股票被分散持有的公司来说，这是公司发展中最罕见的事件。

当然，破产后清算的现象出现得更频繁。但是，在司法长官介入之前关闭，这个观点似乎与华尔街的原则相悖。一件事能够用来描述我们的公司管理部门——他们并非是不善始善终的人。像乔斯·布林斯（Josh Billings），他以爱国的热情随时准备站出来在其祖国的祭坛上牺牲他妻子的所有关系，经理们愿意牺牲其股东的最后一个美元以保持企业的经营。

但是，难道这不是真实吗？付薪的经理们接受董事会的决定，董事代表股东，董事的职责是维护所有者的权益——如果必要的话，反对经营的管理部门的利益。据说这在理论上不能取得，但是它在实践中确实行不通。

造成这种情况的原因可以从对任何一个典型的董事会的研究报告中看出。在那里，我们会发现：（1）付薪的经理自身，首先有兴趣的是他们的工作，其次才是股东；（2）投资银行家首先关心的是承销股票发行的利润；（3）商业银行家首要的兴趣在于发放和保护贷款；（4）与公司进行各种各样生意的个人，最终并几乎总是少数；（5）董事只关心股东的福利状况，即便是后者也通常被友谊的纽带与经理联系在一起（这就是他们获得任命的途径）。因此，董事会会议的整个气氛是不会有助于任何反对经营经理的动机，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

维护股东权利的行为。董事并非不诚实，但他们是人，作者本人作为多个董事会的一名成员，从个人经验方面对这个方面有一些了解。

结论表明，清算对股东来说是一个特殊的问题。它不仅必须由他们独立的判断和偏好来决定，而且在大多数情况下，要求进行清算的主动性和压力来自股东而非董事会。在这个联系中，我们相信认识到以下原则将会非常有帮助：

一个公司的股票长期低于其清算价值的价格出售的事实应当引出这个问题，清算是否是明智的？

请注意到我并未暗示低的价位保证了清算的合意。它仅仅给股东以理由提出这个问题，让股东的观点得到应有的重视。

它意味着股东应该用开放的观点考虑这个问题，以呈现的事实为基础并根据他们最佳的个人判断来做出决定。毫无疑问，在许多情况下——也许是大多数情况下——一个公正的调查研究将表明清算是没有道理的。在正常情况下繁荣活跃企业的价值与清算时总的可实现价值相比，如此之大，以至尽管当前经营损失，但坚持渡过萧条时期是合理的。

然而，可以想像得到，在当前困难的情况下，许多企业的业主的结论可能会是，将企业关闭而非继续经营可能会更有利于他们的状况。这样一种行动对整个经济形势而言，有什么重要意义呢？它是否意味着进一步的通货紧缩，更严重的失业和购买力进一步减少？是否股东在损害自身的利益呢？表面上它似乎是这样，但是可以有力的论证效果是截然相反的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继续经营状况不佳的企业可以说对这个国家有害而非有利。我们不仅因为生产能力过剩而遭受损失，而且由于这些公司造成混乱的竞争局面而遭受更多的损失。这些公司没有机会生存，并给其股东造成损失，给其产业带来不稳定因素。尽管这样，他们继续存在下去。

没有给他们自身产生任何利润，他们破坏了其他企业的获利能力。他们的清算可以允许根据需求更好地调整供给，留下来更强大的公司可以以相应更低的成本制造更大的产出。现在棉花物品制造业正努力产生这个效果。

从就业的观点来看，对产品的需求并不因为将不赢利的工厂关闭而减少。因此，生产转移到其他地方而总的就业量并没有减少。当然不能否认所牵涉的个人会经历困苦的境况。这种情况也不能降低到最低限度。但是在任何情况下，一个基础不健全的企业中的就业情况是极其不稳定的。必须承认，雇员必须给予同情，但是需要指出的是，我们的经济原则并不包括，为了提供就业的惟一目的而损害股东的资本。

我们仍未发现方法以防止萧条将我们窒息在大量的剩余产品中。但是，毫无疑问存在减轻股东困境的办法。现在股东拥有的如此之多而可以实现的这样少，以崭新的观点观察这些事情可能会给丧失信心的美国股东创造出奇迹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章

美国资本主义的伦理道德[⊖]

三个要点：

（1）美国资本主义的运行机制发生了巨大的变化，可以说是一场革命——这既适用于它的经济方面也适用于它的伦理道德方面。

（2）这些变化缺乏系统的哲学思想而通过反复试验而制定出来。他们遭到经理阶层的反对。新的体系的最终接受也许（已经）来自星期二的选举——特别是德怀特 D. 艾森豪威尔（Dwight D. Eisenhower）对民主党国会提名人的巨大胜利。

（3）保持持续繁荣的新途径依赖于三个支柱：（1）美国企业充满活力的增长；（2）政府担负起责任来控制越轨行为，并应对威胁高就业水平的衰退；（3）政府答应为全体人民担负起伦理道德的或福利的责任。在伦理道德的基础上我们可能可以找到比纯经济因素更有

⊖ 讲演稿，加州大学洛杉矶分校的克莱默营地，1956年11月10日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力的支柱来维持繁荣昌盛的经济。

我注意到最近两本带有相同标题的书：J. 肯尼斯·加尔布雷斯（Kenneth Galbraith）的《大崩溃》和F. L. 艾伦（Allen）的《大转变》。第一本书描述了一场悲惨的大溃败，而第二本书则描绘了许多领域中的巨大进步。然而，这两者并不矛盾。美国新资本主义的发展毫无疑问是加快了，也许正是由于大萧条使这成为了可能。

在1929年达到顶峰的美国资本主义有几个特征，即：

（1）自由放任原则。这意味着完全自由的利润动机，只受到反对偷窃和垄断的法律约束。对一些公共事业的控制也包括在内。

（2）企业巨头的中心位置。这些大亨不仅积累了大批的财富，而且牟取了巨大的经济、政治甚至社会权力。

（3）福利活动完全是慈善性的，也就是属于私人慈善的领域。廉价住宅（Poorhouses）是这个规则的例外情况，因为他们既非提供真正的福利也不是真正的慈善行为。

（4）以上造成的负面结果是，政府在经济和社会福利中发挥着微小的作用。这里的例外主要在于教育领域。

这些方面迄今为止都发生了根本性的改变，而且大多数转变从大崩溃开始发生，也许从赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）总统的金融企业重组计划开始。

如今，对自由放任有很多限制——劳动法案、连续租赁控制、证券交易委员会颁布的法规、对公用事业更广泛地控制、繁重的税率，等等。

这样，企业界的巨头完全消失了。虽然仍旧可能存在亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万富翁甚至是各种帝国的建造者——威廉·扎克多夫（William Zeckendorf）、沃尔芬森（Wolfson）等等。但是这些人的权利严格地限制在他们的经营活动领域。不再存在一个"街角的房屋"——J. P. 摩根（Morgan）——华尔街的每家企业如果想继续留在这个行业中，就必须考虑他的意愿。

现在大型的企业不是由单个所有者而是由经理来经营——管理主义而不是资本主义。

人们的福利——包括各种各样的社会保障体系——已经变成了联邦政府或当地政府的责任范围，因此需要通过税收来支持。

最后，政府已经在经济领域中控制了巨大的权力并承担了繁重的责任。对自由放任的每一个限制都意味着对经济的更多干预。但人们也期望政府能够帮助困境中的企业，正如S. H. 斯里克特（Slichter）所说"自由的企业已经转变成为政府引导的企业。"

许多变化，也许是大部分的变化都受到经理的强烈反对，部分是真正原则上的理由，部分是因为他们感到钱包神经上的剧痛，部分是对权力和特权的考虑。这里有一个反对新资本主义的理论上的例子，它在F. A. 哈耶克（Hayek）的《通向奴役之路》中得到了充分阐述。哈耶克声称，政府权力的每一点增加使我们更接近社会主义状态，并接近共产主义状态。艾伦反对这个观点，并令人信服地论证，我们发展了一些与社会主义不同的东西并与社会主义离得更远了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（格雷厄姆在这里引用了艾伦的话，但是引文从讲演稿中丢失了。）

我认为，企业对资本主义变化的敌视，很大责任应该归咎于富兰克林 D. 罗斯福（Franklin D. Roosevelt），因为他对企业不友好的政治态度。罗斯福在历史上的作用是一个吸引人的问题。我本人的观点是，罗斯福对什么必要条件可以保存美国的生活方式，有着直觉的理解而不是理性的理解。他可能在内心中是资本主义的敌人——这很难判断。但无论他是不是敌人，我们应当进一步说，他的富有想像力和不正当的策略的结果是挽救了美国资本主义。

进一步阐述这个观点，我在艾森豪威尔的社会和经济政治中又看见一个罗斯福，但没有罗斯福对企业的敌意。可能是，艾森豪威尔的胜利与他的政党在国会中的失败相比，仅仅意味着艾森豪威尔的人格魅力是不可抗拒的。但我并不这样看，我认为它确切地表明这个国家的大多数人接受了美国资本主义发生根本变化后的版本，包括新的伦理道德观和责任。

艾森豪威尔的当选表明，要当选总统，反对企业并非必要的（正如罗斯福似乎曾经想像的）。另一方面，我认为，民主党在国会中的胜利——尽管它得到美国劳工联合会及产业工会联合会发起的运动的巨大帮助——说明这个国家中的大多数人支持1933年开始的经济－政治－社会变化，并且感到如果是共和党国会掌权他们不会一样安全。

我的最后一部分讲话让我产生了一个观点，这个观点为这个谈话的标题和今天这里的演讲提供了恰当的理由。我的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观点是，从国家政策的立场来看，“良好的伦理道德就是良好的经济学。”这无疑也适用于个别企业。

让我们暂时以1933年以来经理的经济状况这个狭窄的角度来观察这个问题。大多数时候，他发现自己被迫害，让法规给自己戴上了手铐，被官僚折磨，并且被课以非常高的税收。然而他生存了下来——不仅生存下来而且更有活力。这个似是而非的隽语说明了什么呢？

愤世嫉俗者可能会说，经济的高涨实际上是由于战争活动造成的——第二次世界大战、朝鲜战争和冷战——而且尽管新政等等的努力试图令其窒息并打倒他，这些战争活动还是给经理们带来了繁荣。

我本人的观点则更加乐观。我认为我们已经找到了政府的福利活动——这些活动以各种各样的社会保障出现，包括失业保险——这些活动比其税收成本更加对企业有价值。没什么比得上贫苦人民生活水平的改善和购买力的提高，对整个经济更有益了。艾伦论证这些要点：

（引言从演讲记录中丢失了。）

我们似乎已经远离了自由放任资本主义原始的教义。这些教义被应用于我们的大学课程中（在1929年之前）——与其说出自亚当·斯密（Adam Smith），不如说出自他的手稿。你还记得他提出的著名的“看不见的手”的概念吧。这个概念是说，每次当经济人做出给他带来利益的决定时，无形的手引导他做出的决定对整个社会有利——也就是说，他会决定生产社会需要的产品，或寻找方法来降低成本，因此，降低社会购买的价格。这个观点仍然有其合理性，但是不是以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自由放任资本主义的支持者提出的无条件的过于热情的方式。它现在由一个互补的观点而得到补充，这个观点由彼得F. 杜拉克（Peter F. Drucker）——企业的辩护者——表达如下：

"只有当一项政策有益于社会时，它才能对企业有益。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

股票和股市

拥有一组质地优良的股票的投资者应当预料到它们的价格会有所波动，因而应当既不因价格相当幅度的下跌而焦虑，也不为价格可观的上涨而欢欣。他应当一直记得，股票行市中买卖总是很方便，他既可利用，也可忽略。

《聪明的投资者》1959年第3版

作为一个一直告诫投资者不要关心股市波动的人——最终只有公司的内在质地长期决定着股票价格——格雷厄姆花费了大量的时间思考股价的变动，以及将整个股市看做一个整体的价格变动。他深深地思索华尔街上许多难解的迷团，是什么促使价值被低估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票突然之间价格上扬？确切地说来，什么是投机，又是什么时候，投机是可以接受的？格雷厄姆在发展他所坚持的基本理念时，他的思维并不像许多人认为的那样受到局限，一些读者认识到这一点时可能会觉得惊奇。正如以下一组文章所显示的，直到他生命的终点，他一直都在提问、探索和探究新的思想。这一部分中特别具有趣味的是《价值的复兴》，该书出版于1974年。在他的生涯中。格雷厄姆第二次宣布熊市已经达到了底部，有大量的廉价股票供有勇气的投资者购买。当该文在《巴伦》(Barron's)上发表时，格雷厄姆激发了市场的反弹，那些听从其建议的人将获得巨利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

新型普通股投机

在金融分析家协会股票市场午餐会上的讲话，1958年

我请求哈特雷·史密斯(Hartley Smith)在向大家介绍我时，对我已步入老年的年纪予以着重地强调。我将要讲的话会反映出我在华尔街度过的岁月十分漫长，伴随它们的是丰富的经验。这包括了经常发生的新环境的来临，或是一种新的氛围，它们对经验的本身价值提出了挑战。的确，将经济学、金融学以及证券分析学与其他实用性学科区分开来的基本点之一是：将过去的现象作为现在和未来的向导，其有效性是不确定的。然而在我们至少已经研究并懂得了过去的经验之前，我们也无权怀疑它们。我今天的讲话正是努力想要在一定的范围内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达成这样的认识——尤其是试图指出，在我们对普通股投资和投机的根本态度上，现在与过去有着相应对照的联系。

请让我以我的一篇论文的概要开始我的讲话。在过去，普通股的投机因素几乎纯粹局限于公司本身之内;它们由不确定性，或者波动性因素，或者公司所属产业的完全衰落，或是公司自身的结构所引起。当然，这些投机因素仍然存在,但可以说，它们已被我下面所要讲到的许多长期以来的发展明显地削弱了。但相应地,一种新的主要投机因素由公司之外被引入到普通股舞台之上。它源自购买股票的大众及他们的建议者——主要是我们证券分析家的态度和观点。这种态度可以用一个短语来形容:将重点主要置于对未来的预测之上。

对这些听众来说，没有什么比这一理念更合乎逻辑和自然了。对一支普通股票进行评价和定价,应该建立在预测该公司未来表现的基础之上。然而,这个看上去很简明的概念包含的许多内容与常理相背,其中有些内容似是而非。首先，它消除了投资和投机之间很大一部分较古老的也是较成熟的区别。词典中说“投机”一词来自拉丁文“specula”,原意是守望处或观测塔。因此,是投机者从他高耸的观测塔中向前眺望，在其他人之前看到未来的发展正在临近。但是今天，如果投资者是有眼光的或得到了很好的建议,那么，他一定也有他自己的观测塔,在上面他与投机者肩并着肩。

第二，我们发现，一般而言,具有最佳投资特征也就是最高信用等级的公司,可能吸引到公众对它们的普通股最大的投机兴趣,因为每个人都认为它们肯定有一个光明的前景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，未来预测这一概念，特别是未来的持续增长，需要运用到高深的数学公式以确定未来有利结果的现值。但精确的公式和极不精确的假设的结合，应用于某一确实引人注意的股票，事实上可以得出所希望的任何一种价值，不管它有多高。但具有反讽意味的是，通过深入考查得出的事实可以被看做暗示了：对一家成长性的公司而言，没有某一确定的价值或者是合理小幅度内的价值范围能够被计算出并得以维持。因此，可以想像，市场有时会将成长性因素定位于一个令人吃惊的低值。

回到我所说的在普通股中新的和旧的投机性因素上来，我们可以用两个有点古怪但很方便的词语来标明它们，就是：内生的和外生的。让我用关于美国罐头厂(American Can)和宾西法尼亚铁路(Pennsylvania Railroad)在1912年至1913年间的一些数据来简要地解释一下与投资性股票相区别的旧式投机性股票（这些数据出现于《证券分析》1940年版本，第2到3页）。

在那三年中，“宾西法尼亚铁路”的价格在53美元到65美元的范围内波动，或者说是那一期间它的平均收益的12.2到15倍之间。它表现出稳定的收益，每年可靠地支付3美元的红利，投资者也确信，它每股50美元的面值有真实的资产作可靠的支持。与之形成对比的是，“美国罐头厂”的价格在9美元到47美元间波动，其收益则在7美分到8.86美元之间，价格和平均收益之比在1.9倍到10倍之间移动；它根本不支付股利。经验丰富的投资者很清楚它那100美元的每股面值除了未被发现的“水分”以外并不代表任何东西，因为优先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股总额超过了它所拥有的真实资产。因此，美国罐头厂的普通股是一支有代表性的投机性股票，因为美国罐头厂那时是由投机性资本投资的企业，其所处行业波动而不稳定。事实上，美国罐头厂拥有比宾西法尼亚铁路远为光明的前景；但是，不但那时的投资者和投机者没有预料到这一事实，而且，即使他们预见到了，他们也可能会把这一因素搁置一边。因为在1911到1913年，这一因素被认为与投资策略和投资计划基本上是不相关的。

现在，为了使大家看到长期性前景对投资者而言的重要性在过去的发展，我愿意用我们最引人注目的巨型工业企业作为例子——国际商用机器公司（International Business Machines）。去年，它跻身于销售额10亿美元以上企业的小集团中。

请允许我在此介绍一两次自传性的事件，以便在我要讲的问题中注入个人感觉。否则，我所讲的内容将体现为冷冰冰的数据。1912年，我离开大学一个学期，主持美国运通公司的一项研究项目。我们着手研究一项有些人所建议采用的计算快运费用的技术革新系统对收入所将产生的影响，为了这一目的，我们使用了被称做荷莱里斯（Hollerith）的机器，这些机器是向那时被称做计算-制表-记录公司（Computing-Tabulating-Recording Co.）的企业租用的。它们将卡片打孔机、卡片分类机和制表机合为一体。那时，商人们还不知道这些机器，它们主要应用于人口统计局。我于1914年进入华尔街，第二年，计算-制表-记录公司的债券和普通股就列在了纽约股票交易所目录中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我对那企业有一种感性的兴趣，而且，除此而外，我认为自己在某种意义上已是其产品的技术专家了，而且还是曾见过和使用过这些产品的为数不多的金融工作者之一。因此，1916年初，我去见我公司的首脑安先生（Mr.A.N.），并向他指出：计算-制表-记录公司的股票市价为45美元左右（105 000股）；1915年它的收入为6.50美元；因此它的账面价值——包括肯定会有的一些不可分割的无形资产——应是130美元；它一开始就分3美元作为红利；我对这家公司的产品和前景评价相当高。安先生看着我，满脸遗憾的表情。“本，”他说，“不要再向我提这家公司了。我不会拿根十条腿的竿子去碰它（这是他最爱用的表达方式）。这家公司年息6%的债券才以81美元左右的价格出售，而且它们表现极差。那么，它的股票又能有什么作为呢？现在每个人都知道，除了水分，这家公司其实什么都没有。”（注：在那时候，这是最极端的批评方式，它表示在资产负债表中，资产方账户纯粹是虚构的。许多工业企业，其中著名的如美国钢铁公司——虽然其股票面值达100美元，其实除了水分什么都没有，这在该企业的一份书面报表中已经被披露了。因为它们除了盈利能力和未来前景以外没有什么可以支持股价，没有一个自重的投资者会考虑它。）

我回到自己统计员的小天地里，觉得增长了一点阅历。安先生不仅经验丰富，事业成功，而且极为精明。我对他对于计算-制表-记录公司彻底悲观的批评印象是如此深刻，后来在我整个一生中都没买它一股股份，即使在它于1926年改名为国际商用机器公司(IBM)以后也是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，让我们看一下1926年改了新名字以后的这家公司。1926年是股市相当活跃的一年。那时候，它第一次在其资产负债表上披露了商誉项目，总额相当大，达到1 360万美元。安先生是正确的。事实上，普通股所对应的每一个美元的资产，在1915年的确除了水分什么都没有。

然而，从那以后，在T. L. 老华生的带领下，这家公司留下了骄人的纪录。其净资产从691 000美元上升到370万美元——超过五倍，如果以11个月为一个期间，那么这一时期的增长比例比以后任何一个期间都高。它为其普通股建立起可观的真实资产，并将它每股分拆成3.6股。它为其新股票提供的红利为3美元，同时收入为每股6.39美元。

你可能会预计到，在1926年的股市中，具有这样的增长记录和如此稳固的商业地位的公司会有引人注目的表现。那一年它的价格范围是最低31美元，最高水平59美元。在平均价格45 美元上，它与1915年时一样，价格为收入的7倍，红利为价格的6.7%。在其最低价31美元上，市价比它账面上的真实资产已经高不了多少。这样看来，其定价比11年前是远为保守了。

这些数据，正如任何其他数据一样说明了20年代晚期牛市达于顶点之前老式投资观念的维持，自此以后发生的事情可以用国际商用机器公司发展史中的每10年为一期来说明。1936年，它扩张为1926年数据的两倍，平均市盈率从7上升到17.5。从1936年到1946年，收入增长到2.5倍，但1946年的平均市盈率仍保持在17.5。从那以后，步伐开始加快了。1956年的净利润几乎是1946年的4倍，平均市盈率上升到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

32.5。去年，净利润进一步增长，如果我们不计入国外子公司未合并的股票的话，市盈率则进一步上升到平均42的水平。

当我们仔细考察近期这些数据时，我们会发现它们与40年前的相同指标之间可以进行有趣的类比与对比。在资产负债表上出现水分是可耻的，对工业企业来说又是司空见惯的。国际商用机器公司也曾经一度出现这个问题，但现在水分已经完全被挤出了——首先是通过披露，然后是把它注销。但是，另一种不同的"水分"又被注入到它的估价中，这一次，注入者是股票市场，是投资者与投机者自身。当这家公司出售股票的价格相当于其资产账面价值的7倍而不是收入的7倍时，其结果实际上相当于它根本就不具有账面价值。或者说，那微小的账面价值在价格中所占的部分可以被认为是代表了价格中的少数优先股的部分，价格中其余的部分则完全是为公司的盈利能力和未来前景支付的，就像旧时代的投机者在购买沃尔沃斯（Woolworth）或美国钢铁（US Steel）的普通股时所做的那样。

现在值得指出的是，过去国际商用机器公司从一个市盈率7倍的公司转变为一个市盈率40倍的公司，这30年中，我刚才所称的大型工业企业的内在投机因素趋于消失，或至少是大大削弱了。它们的财务状况十分稳固，它们的资本结构变得保守，比起从前，它们的经营管理是远为专业化了，甚至也更为诚实。另外，要求财务完全披露也消除了源自信息披露的遗漏和神秘性造成的投机，这在几年前曾是重要的投机因素之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跑一下题，这儿是另一次个人经历。我在华尔街的最初几年中，纽约联合燃气公司（Consolidated Gas of New York）是最受追捧的神秘股票之一，现在它改名为爱迪生联合公司。它拥有极具获利能力的纽约爱迪生公司作为其子公司，但它只报告由这一公司获得的红利而不是所有收入。未报告的爱迪生公司的收入支撑了想像的隐藏价值。令我吃惊的是这些秘密数据其实每年都在州立的公共服务委员会的文件上反映出来了。查询这些记录和在某本杂志的文章中提供这些数据是件十分简单的事情（顺便提一下，对利润有所增加的预期并非投机）。

那时候，我的一位年长的朋友对我说："本，你或许会认为向公众提供这些被忽略的数据使你变得伟大。但华尔街是不会感谢你的。显得神秘的联合燃气比在不再神秘时更具吸引力和更有价值。你们这些年轻人想介入一切事物，这样会毁了华尔街的。"

的确，为投机的火焰提供大量燃料的3M现在绝未消失。它们是神秘（Mystery）、操纵(Manipulation)、微利（thin Margin)。但我们这些证券分析家自己已经创造出许多估价方法，它们自身也带有投机性。以至于几乎要取代那些旧的投机因素。难道我们没有自己的3M么？也就是明尼苏达采掘和制造公司（Minnesota Mining and Manufacturing Co.）。难道这支普通股没有说明与旧式投机相比照的纯粹新式投机么？请思考一些数据。当明尼苏达采掘和制造公司的普通股去年以每股101美元出售时，这价格相当于表明市场对它的估价是它在1956年所得每股收益的44倍。而在1957年，每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股收益没有表现出什么增长。这家公司那时的市场价值是17亿美元，其中能表现为真实资产的有2亿，整整15亿表现为市场对其商誉的估价。我们不知道这种对商誉的估价是用什么样的计算过程取得的；但我们的确知道几个月之后，市场将这一估价下调了4.5亿美元或者说是约30%。显然对这样一个引人注目的公司，想要精确地计算出其中无形资产的那部分价值是不可能的。它遵从这样一条数学定律，即商誉或未来盈利能力所占的因素越是重要，企业的真实资产就越不确定，因此其普通股就内在地更具投机性。

当我们将早期与现在相比时，认识到这一点是有益的，对这些无形的因素进行估值时已经出现了重大的区别。一代或更早一些以前，在平均股价以及非正式估值中，对无形资产的估价比对有形资产更为保守，这曾是一条普遍的惯例。一家质地良好的工业企业，其收益会被要求达到其有形资产的6%到8%之间，有形资产一般可以用债券和优先股来表示，但是它的额外收益，或者说是由之引出的无形资产，会按15%的收益率定值（你可以从沃尔沃斯于1911年首次发行的优先股和普通股中发现大约会是这样的比率，其他许多例子也说明了这一点）。但是，1920年以来发生了什么变化？实质上，现在这些关系恰好与以前相反。一家公司要使它的股票在普通股市场上足值出售，它一般要使其收益达到其普通资产的10%，但是其额外收益，即超过资本额10%以上的那部分收益，经常会被更为自由地定价。或者说，比起支持其市价达到账面价值所需要的市盈率而言，额外收益会有更高的乘数，因此，如果一家公司每年收益为其资产的15%，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票很可能会以其收益13.5倍的价格出售，或者说，是其净资产的两倍。这意味着收益中由净资产引起的10%的那部分，其定值为本身的10倍，但另外5%——经常被称为额外利润——实际上被估价为本身的20倍。

现在，对估价程序中的这种颠倒有一种合乎逻辑的解释。它与近来人们对增长预期的注重有关。拥有较高资本回报率的企业可以较为自由地定值，这不仅因为良好的利润率和与之相联系的较高的稳定性；而且，或许更有说服力的是，较高的资本回报率伴随着较好的增长预期与前景。因此，今天某人为高盈利企业支付的实际上已经不是过去所说的商誉、已树立起良好声誉和拥有高盈利业务这些狭隘概念，而更可以说是因为人们预料在未来，这些企业更具有利润增长的前景。

这使我发现了关于普通股估值新态度的另外两个数学表现，我将作一简单的假设以就比做出简要的说明。如果，正如许多试验所表现出的那样，收益乘数会与收益率一起增长，也就是说，当收益对账面价值的比率上升时——这一现象的算术结果是市场价值的增长率约与收益平方的增长率相同，但是，账面价值越高，增长的幅度却越小。这样，在一种重要而且实际的意义上，有形资产已经成为普通股市场价值的拖累而不是它的源泉了。下面是一个远非极端的说明。如果A公司股票账面价值是20美元，每股收益是4美元，而B公司的账面价值是100美元，每股收益也是4美元，那么，A公司股票几乎肯定会以较高的收益乘数出售，因此股价会比B公司股价为高——比如说A公司股价是60美元而B公司股价是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30美元。因此，下面这种说法显得并非不确切：恰是B公司每股净资产多出的80美元，导致了它的股票市价低25美元，因为每股收益已经假设为是相同的了。

但是，比前面所说的更为重要的是数学和股票定价中新方法之间的广泛联系。有三个要素：（1）对收益增长率的乐观预期；（2）这一增长在未来足够长时间内的持续；（3）采用复利进行的运算过程所产生的令人惊异的结果——证券分析家现在装备了一种新式的“点金石”（Philosopher's stone），它可以计算出一支确实不错的股票具有人们希望的任何价值，或者证明这一点。

最近，我在《分析师》（Analysts Journal）上发表的一篇文章中对在牛市中高深数学的风行做出了评论。在那篇文章里，我引用了大卫·多伦德(David Durand)对增长性股票和著名的彼得斯伯格(Petersburg)反论引人注意的相似所作的说明，彼得斯伯格反论在过去二百多年中挑战着数学家们并使他们感到困惑。我在此想说明的一点是，在数学和对普通股的投资观念的关系中，有一个特殊的反论：数学经常被认为会产生精确而可靠的结果，但在股票市场中，运用的数学方法越复杂和深奥难懂，我们从中得出的结论就越不确定和具有投机性。

在过去44年的华尔街经历和研究生涯中，我从未见到任何超出简单算术或最基础的代数以外的数学，应用于普通股估价或其他投资策略中能得到可靠的结论。无论何时，只要超微积分或高等代数被引入，你就可以将之看做一个警示信号：操作者正试图用理论来取代经验，而且也经常会给投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加上投资的欺骗性伪装。

对于今天经验丰富的证券分析师来说，普通股投资的旧理念显得颇为质朴天真。那时候，人们总是更多地注重于公司或股票中我们现在所称的“防卫性方面”，——主要是保证在经营条件不利的时候红利将保持不受削减。因此，那时人们对待坚固的铁路——50年前，它们是标准的投资性股票——实际上正如我们近几年对待公用事业股一样。如果在过去的纪录中能表现出经营的稳定性，那么，主要的要求就被满足了；人们不会花太多的精力来预测，在未来中某一根本性的特点会发生不利的变化。但是，相反地，精明的投资人会把特别有利的未来前景当做他们正努力寻找的东西，而不愿为之付出更高的价格。

实质上，这意味着投资者不必为更好的长期前景付出任何实质性的代价。他实际上不付额外的费用就得到了这些。可以把这种情况看做是投资者在选择最好的而不是勉强过得去的公司时表现出的自身更高的智慧和判断力所得到的回报。因为，只要股票具有相同的财务能力、过去的盈利纪录、以及红利的稳定性，它们就会按相同的红利收益率在相同的价格上出售。

这实际上是一种短视的观点。但在过去具有极大的优点，它不仅使过去的普通股投资变得简单，而且基本上效果较好，获利颇丰。

现在请允许我最后一次讲述我的个人经历。大约1920年左右，我们公司分发了一系列名为《投资者教程》的小册子。当然，只有像我这么一个二十五六岁的卤莽的分析者才会想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到采用这么自鸣得意而骄傲无礼的标题。但在其中一篇文章中，我做出了一个随意的断言："如果一支股票具有良好的投资价值，那么它也会是一支好的投机性股票。""因为，"我论证道，"如果一支普通股质地是如此的良好而只有极小的损失风险的话，一般说来，它未来极有可能会获得良好的收益。"现在看来，这是个完全正确甚至是有价值的发现。但是只有在没有人注意到这一点时，它才是正确的。

几年以后，当公众醒悟过来，将普通股的未来收益计入其长期投资价值时，它们很快就不再具有这种价值了，因为公众的热情将股价推高，从而使它们丧失了内在的无风险收益。这样一来，就把它们逐出了投资性股票的行列。这样，当然，钟摆荡向了另一个极端。我们很快就看到最受尊敬的权威机构之一宣布（1931）再也没有哪一支普通股可以用以投资了。

当我们试图深入地看清这一长期历程的本质时，在投资者对待资本利得和股息收入的态度中，我们会发现另一组有悖常理而又确实存在的反论。似乎是不言而喻的，在旧时代的普通股投资者对资本利得并无多大兴趣。投资者买入股票几乎完全是为了安全性和股息收入，只有投机者才关心股价的升值或贬值。今天，我们似乎可以说，越是经验丰富和精明的投资者，越会更少地注意红利的回报，而更多地把兴趣集中在股价的长期升值上。

但是有人可能会说，太奇怪了，恰恰是因为旧时代的投资者不关注长期资本升值，他却实际上肯定会得到这种升值，至少在工业性股票的领域中是如此。而相反地，今天的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者是如此关注于预测未来，以至于他已经预先为之支付了可观的价格。这样，他通过这么多研究和心思所计划的事情果真发生时，也不会给他带来什么利润。如果这种预期最终不能达到他所期望的程度，他事实上会面对暂时或者甚至很可能是永久性的损失。

1958年的分析家能够从这种过去和现在态度的联系中得到怎样的教益呢？——我又一次用了我于1920年出的小册子中所用的那种自大的语气。并无多大价值，可能会有人想要这么说。我们可以带着怀旧的情绪回顾过去美好的日子，那时候，我们只为当前的收益支付而能够无偿地获得未来——一种“所有一切以及天堂”的情况。我摇着头，我们悲伤地低语，“那些日子已然永远逝去。”投资者和证券分析家不是已经吞吃了能分辨善恶的智慧树之果吗？既已这么做了，他们难道不是已经被从伊甸园永远驱逐了么？在那园子里，人们能从灌木丛中撷取到在合理价位上的有前途的股票。我们岂非已注定将一直冒着风险，或者为良好质地和发展前景支付不合理的高价，或者在支付似乎合理的价格时得到劣质的股票？

情况看上去就是这样。但人们甚至对这种悲观的两难境地还是不能确定。最近我做了一项小研究，内容关于那家生气勃勃的企业即通用电气公司（General Electric），是他们最近印制的1957年报告中那张59年来收益及红利表促使我作了这项研究。这些数据对一个知识渊博的分析家来说也不可谓不值惊奇。首先，从表中可以看出，1947年以前，通用电气公司的增长是相当缓慢而且较为不规则的。1946年的收益，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过调整后每股只比1902年时高出30%——即52美分对40美分；而且在这一期间内，没有哪一年曾达到1902年收益的两倍。但是价格收益比率从1910年和1916年的9倍上升到1936年的29倍，1946年重又达到这一比率。有人可能会说，当然，1946年的乘数至少表明了精明的投资者超乎科学的良好预见力，我们证券分析家那时能隐约预见到有一段增长的真正辉煌的时期将出现于下一个10年。或许真的是这样的，但你们中有些人会记得，第二年，也就是1947年，通用电气的每股收益创出了令人印象深刻的新高，但同时价格收益比率大幅度下挫。在它的最低价在2美元以上（在一拆为三前），通用电气的股价实际上又一次在其当期收益9倍的价格上出售，而且它在那一年的平均价格只有收益的10倍。在那短短的12个月中，我们的水晶球看来显然是为乌云所覆盖了。

这一引人注目的反例发生在只有11年以前。它在我的思想中投下了对在分析家中流行的一种信念是否完全可靠的某种疑云。他们相信，在行业中占据领导地位和具有前途的厂家的股票现在总会在较高的价格收益比上出售。他们认为这是投资者生涯中的基本事实，他们愿意接受这一事实而且喜欢这一事实。在这一问题上我完全不想武断地对待。所有我能说的是，在我的思想中它还没有解决，而你们大家则都应该试图自己解决这一问题。

但是，在我的结束语中，关于不同种类普通股的市场结构，我可以按其投资及投机的特征发表一些明确的意见。在以前，一支普通股的投资特征多少与公司本身相同或相关，两者都能用信用等级很好地衡量。一些公司的债券或优先股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益越低，其普通股就越有可能符合令人满意的投资应具的所有标准，而且在它的购买中所包括的投机性因素也就越小。

普通股的投机等级和公司的投资等级之间的关系，如果采用图形，可以用一条自左向右下降的直线表达。但现在，我会用U型曲线来表达这个图形。在左边，公司本身是投机的，其信用等级很低，它的普通股当然也是高度投机的，正如它在过去所表达的那样。然而在右边的极端，那儿公司具有最高的信用等级，因为它过去的纪录和未来前景都给人留下最深刻的印象，我们发现，通过使价格变得如此之高以至于带来相当程度的风险这种简单的途径，在股票市场上，它的普通股或多或少显得一直在引入高度投机的因素。

在这一点上，我不能不引用一句话，它令人吃惊地与这一论题相关，也或许有些夸张。它是我最近在莎士比亚的一首十四行诗中发现的，它是：

难道我不曾看到那些生活于安逸的人

为之付出的代价使他们丧失了所有甚至更多

回到我所想像的图形上来，在曲线的中间部分，普通股购买中投机因素达到最小值。在这一部分，我们能找到许多闻名而且稳健的企业。它们过去的增长纪录与全国经济周期一致，其未来前景显然也具有这一特点。这些普通股在大多数时候，除非是在牛市的上限，都可以在合理的价位上购买。与上面已经指出的它们的内在价值相比，这种价格是相对较低的，由于现在有这样一种趋势，投资者和投机者都更关注那些吸引人的股票——事实正是这样的——我须冒着风险这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样宣布：这些位于中间部分的股票所出售的价格整体上会低于其不考虑其他因素而可确定的价值。这样它们就具有了某种无风险的收益，而那些具有更好的发展前景的股票却失去了这种无风险的收益，引起这两种情况的原因是一样的，都是因为市场的偏好和偏见。而且，在这一广泛范围内的企业中，有着充分的空间，可以对不同股票过去的纪录进行分析以分辨出未来增长的可能，还可以通过分散投资来获得更高的安全保证。

当法厄同（Phaeton）坚持要驾驶太阳马车时，他的父亲，那位富有经验的驾驶者给这位初学者提供了一些建议，但后者没有听从——他自己为之付出了代价。奥维都（Ovid）用三个词概括了福波斯·阿波罗的忠告：

Medius tutissimus ibis

你行走于中间将会最为安全

我想，这一原则对投资者和向他们提供建议的证券分析家也同样能很好地适用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章

股市警告：前有危险[⊖]

根据1959年12月7日格雷厄姆在加州大学洛杉矶分校的讲话整理

股票市场在整个50年代一直在上涨，期间只有出现过一次明显的回调。由此，它又创造了一个上涨时间最长的纪录，尽管它还没有达到20年代所创下的上涨幅度的纪录：这次股市上升了325%，而从1921到1929年，股市上升了450%。

这种上涨现象为投资者在未来预示了些什么？有许多种方法可以用来解决这一问题。为了回答它，我将会把这问题一分为二。首先，过去的经验为我们提供了怎样的参考？其次，过去的经验和目前的情况以及未来走势到底又有什么关联？

在我的回答的第一个部分，我

⊖ 1960年版权，由加利福尼亚大学拥有（The Regents of the University of California），《加利福尼亚管理评论》（California Management Review）1960年春第3期第11卷重印（Vol.11,No.3）。加州大学董事会授权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将能够得出一些明确的论断——它将不会太令人鼓舞；但说到过去纪录对目前情况的适用性，我不能做出明确的判断。我将提供一些事实，它们说明问题的一方面，另外，我会指出人们的某些预期，它们指向问题的另一方面。关于可能的答案，我会阐明自己的观点，但最终，每个人都应该自己解决这部分问题。

以往经历的启示

但是，为了判断今天的市场达到了怎样的程度，获得市场过去表现的清晰图像是有益的——甚至是必不可少的。投机者虽然常常无知却获利丰厚；有一种陈词滥调认为在旺盛的牛市中，知识是肤浅的，而经验则成为一种障碍。但投机者的典型经历是，在短期中能获得暂时的利润，而最后则以损失告终。如果经验无助于今天的投资者的话，我们必须合乎逻辑地得出这样的结论：其实并没有投资于普通股这回事，每个对之感兴趣的人都应该承认自己是个投机者。这正好似近些年来确实发生的事——只是恰恰相反。现在每个人都把自己称做投资者，甚至包括一大批投机者。

最近一期《商业周刊》(Business Week)有篇描述投资俱乐部年会的文章，其开篇有一段话很清楚地说明了这一点。作者说："所有的投资者，不管是大户还是小户，他们都主要在关心市场，尤其是股票市场下一步走向何处。"如果这句话准确地描述了一位1960年的谨慎的投资者，那么——这句话因一位名叫克罗斯凯弗(Khrshchev)的先生而著名——小角色

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真地开始在山巅呼啸了。

是牛市还是新型市场

投资者面临的主要问题可以用这种方式表达：我们是处在一个牛市还是在一个新型市场中？如果这是一个牛市，那么这个词语本身就包含着这样的意思：总有一天熊市会随之而来。传统的熊市中的下跌可能达到怎样的幅度？这儿有一些数据，它们是将1874年以来的12次熊市的经验应用于近期道·琼斯工业指数的高点685点所得到的。

表4-1 12次熊市下跌的比较

时期	下跌百分比（%）	从685[①]点起算所达到的低点
1874～1877	36	435
1881～1884	26	500
1889～1897	40	410
1901～1903	44	385
1906～1907	45	375
1909～1914	29	485
1916～1917	36	435
1919～1921	44	385
1929～1932	85	115
1937～1938	44	385
1939～1942	39	415
1946～1949	27	490

① 原文为885，疑有误——译者注。

这12次下跌的平均值（全部出自科渥斯标准指数）说明会达到的市场低点大约在400点，从高点685点下跌超过40%。投资者可能认为自己在心理上已经做好了股价下跌40%的准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备，尤其当他们设想这种下跌会在高于今天的指数水平上发生时更是如此。然而，关于这一点，过去经历中的第二个因素是与之相关的。纪录显示下跌与在此之前的上涨是大体成比例的。因此，6次最大的上涨幅度平均是所达到的高点的63%，随之而来的下跌则平均是46%；而另外6次上涨幅度平均是高点的38%，它们引起的下跌平均是37%。

经验为我们提供了另一种方法衡量熊市中可能发生的下跌。这种衡量方法基于这样的原理：市场上涨得比估算的正常水平高出越多，后来它比这种正常水平下跌得就越低。如果这一原理——许久以前由罗格·巴布森（Roger Babson）所阐明——在未来也像在现在那样适用，那么市场从现在这种水平上进一步上涨——这种可能确实令人着迷——实际上将会带来更严厉的惩罚。

请让我用一些令人惊恐的假设来说明这点经验——以提供最坏的景像。让我们假设市场很快上升到道·琼斯指数1 000点的水平，这会使每个人都高兴，而且这种预测有些已经见诸报端了。进一步假设这是一种投机性上涨——与本世纪20年代末期的情况非常相似——道·琼斯指数的中心价值（Central Value）在那时只有400点。按照那“行动和反应——相等和相反”的巴布森经济规律，指数的下跌将会达到160点的低位，也就是跌去84%。你会说，不可能；毫无疑问，你是正确的，但与我的假设相似的情况在1929年确实发生过，道·琼斯指数下跌了不是86%而是89%——从382点跌到42点。

在这一经济规律中的真理显得不合常理，这使它在实践

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中实际上不可能被接受，因为伴随着股市大涨的几乎是普遍的乐观情绪使得即使最保守的观测者也不会想像到下跌会像这些数据显示的那么剧烈。

目前的乐观情绪

请让我将话题从凯赛觉式（Cassandra-like）的揣测转移到深印于大多数投资者、投机者和为他们提供建议的专家们心目中的未来股市图景上来。过去的经历不会完全从这幅图景中去除，但它正走着一条十分泥泞的路并发挥着作用。关键的问题当然是乐观。我们为未来10年的商业前景而欢欣激动。事实上，这一时期从许多方面获得了这样的名字——奇妙的60年代——甚至还在它开始以前。海罗多斯（Herocotus）引用英明的索罗（Solon the wise）所曾说过的话——富裕的科罗索斯国王（King Croesus）也曾在临刑前悲伤地复述——也就是：在其生命结束以前，没有人能够说他一生快乐。也许得出20世纪60年代的特征更为谨慎和适当的时间应是60年代结束以后，而不应是当它刚刚开始时。

大多数人对股票市场持有相同的乐观态度。我的一位朋友——一个聪明的分析家——最近由《华尔街日报》引用他的话说：牛市将进入它的第19个年头，很快，这将成为人们的共识。言下之意，这说明他将牛市上溯至1942年——忽略了1946年到1949年的回调和萧条时期，并满怀信心地认为它将延续到1963年。

对于商业和股票市场的乐观情绪建立在一系列的有利的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实和期望的基础之上，其中包括一种重要的有利因素，也就是物价上涨看来很可能延续。我将于稍后讨论这些问题。

投资者们在理论上接受这一假设，即股市在未来会出现萧条。但人们根据过去10年的经验预料这种下跌——在过去10年中最大幅度的下跌只是19%——1957年指数从521点跌到420点。公众相信这种回调将快速完成，因此只需有少量的耐性和勇气就能在此后不久见到远比现在为高的价格水平，从而获取巨利。

投资者们可能认为他们是将关于未来的观点建立在过去经验的基础之上，但在这一点上，毫无疑问他们是错了。1949年到1959年的市场经验——或者说整段都是牛市——只能说明投资中比较光明的一面。泛泛地说过去市场在下跌以后总会回升并创出一些新高是一回事，细细思考市场重新达到1929年的高点花了25年，或者道·琼斯指数在1919年和23年后的1942年点位相同，则是另外一回事。

目前的牛市与过去牛市的关系

直到现在为止，我一直一方面讲述过去的股价波动，另一方面讲述目前的信心和乐观情绪，而没有将它们相互联系起来。现在该把一些金融和经济数据列出了，它们会把目前的股市与过去的牛市在数量上联系起来。

我们有许多权威性的尺度以衡量与价格相联系的收入、红利和资产价值，这些尺度将股市看做一个整体，同时更多地注重于工业类股票。我的数据将只应用于工业类股票。有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《巴伦》(Barron's)所记载的道·琼斯30种股票指数，穆迪125种股票指数和标准普尔425种工业股票综合指数，相当奇怪的是所有这些指数暗示了同样的内容，应用于目前的和30年来的问题都一样。在1959年的高点上，这三种指数的红利回报率都是大约3%，价格对过去12个月收益的比率大约是19倍。让我们将这些比率与过去的牛市中指数达到高点时的数据作一比较。

表 4-2

	穆迪125种工业股票指数		长期债券收益	标准普尔425种工业股票指数	
	价格收益比	红利回报率(%)	(穆迪AAA公司)(%)	价格收益比	红利回报率(%)
1959年最高	19.0	3.06	4.55	18.2	2.95
1949年最低	7.1	6.82	2.65	5.6	7.50
1946年最高	15.9	3.58	2.49	16.1	3.55
1937年最高	17.3	4.15	2.27	17.6	4.08
1929年最高	19.4	3.23	4.95	19.0	3.10

然后，现在将它们与始于1949年牛市之前的情况相比较(见表4-3)。

这些数据说明了两点重要的问题。第一点是现在的价格红利之比和价格收益之比与1946年、1937年和1929年的股市顶点时的同一比率已大致相等。第二点是，从1949到1959年，收益的真实增长非常迟缓——只有50%或者更少。在这一期间，最高信用等级公司债券的利率从2.65%上升到4.55%，或者说上升了75个百分点。这意味着，如果目前收益的资本比率应该随长期利率变动——这一理论并非不可信——那么普通股票实际上比1949年时的价值更少，虽然它们所出售的价格四倍于从前。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-3

	道·琼斯30种工业股票指数			标准普尔425种工业股票指数		
	收益	红利	价格	收益	红利	价格
1949年	23.54	12.79	最低161	2.46	1.03	13.9
12个月，1959年9月	35.14	20.00	最高678	3.50	1.92	65.3
增长率	49	57	322	42	86	370

然而，股市真正的价值状况并没有这样糟糕。另一方面，我们发现红利增长率高于收益增长率，在过去10年中，红利几乎翻了一番——至少穆迪指数和标准普尔指数是这种情况。而且，如果我们将平均收益资本化时采用过去10年间的收益，而不是过去12个月的收益，我们会发现，从1940年～1949年到1950年～1959年，这种资本化的结果增长大约120%。或许最为重要的是，1947年到1949年的价格水平明显过低。但即使考虑到这三个因素，这些真实的数据也不可能导致价值从1949年底的道·琼斯指数200点上升超过100%。

如果不考虑利息率的上升——绝大多数应用于道·琼斯指数的估值方法没有考虑到这一点——在大多数情况下，各种各样的方法会得到较高的数值。这些数据涵盖范围很广，但它们都有一个共同点：它们明显地低于目前的市场价格。让我总结一些在《聪明的投资者》(The Intelligent Invester)1959年版所提到的一些估值方法，它们于1959年初得到应用：吉士坦恩(Gerstein)——383；摩罗多佛斯基(Molodovsky)——560；价值线(Value line)——471；威士顿(Weston)——600；格雷厄姆(Graham)——365。并非所有这些方法在过去一直被应用——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些数值较高的方法明显地受到现在对普通股票更乐观态度的影响。我将通过计算得出：那些较老的估值方法——也就是，我们说，那些于1955年前被应用的方法——将认为目前的指数值不会超过450点，或者说低于目前水平⅓。

有两家大型金融顾问公司于1959年对1963年的股市作了价值评估，其中一家得出的结论是道·琼斯指数将达到664点，另一家则得出了634点。这些结果建立于对未来收入增长相当乐观的假设基础之上。如果我们假设他们的结论是正确的，我们也应该看到，股市已经对这一预期在1963年将达到的更高的收益与红利支付了完全的价格。（请注意，这些1963年的估值不能说可以准确地从过去的经历中提出，即使其他数据是已知的。）

这样，我结束了第一个问题——应用于目前的市场水平，过去的经验有何直接的启示。我的结论是不乐观的。它们意味着，目前的牛市正在重复过去牛市中的过度估价，因此人们注定了要为之付出相应沉重的代价。但现在，我必须进入我的回顾的第二个部分，并提出相应的问题："应用于目前情况时，过去的经验相关性与有效性如何？"

新经济因素

大多投资者、商人和经济学家确信，我们现在所处的商业世界与从前相比有根本性的不同，更为顺利。这种进步有两个方面，首先，是经济扩张的积极的驱动力。这种驱动力包括增长的人口、更多的科研、更多可维持的资本投资、更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庞大的消费等等——换句话说，是更自信和更富进取性的态度。这样我们就有了新的预防衰退的武器，它将确保我们的经济比过去运行得更为平稳。它包括1946年（就业）法案所规定的政府维持高就业率的义务、一些自动的"内在稳定器"，如失业救济、社会安全保障、农业补助等。其他两个因素——与以上所提到的因素相比较为次要——也被许多人认为有助于维持和扩张经济。一是通货膨胀，如果通胀幅度不超出一定限度，它被认为对经济是有益的；另一个是冷战，它导致了大量的防务开支。

这一系列有利因素极其显著，它已统治了许多，或许是大多数有经验的经济学家的想像。20世纪60年代极为繁荣的商业前景在最近所出的一本书中被有力地勾勒了出来，该书名为《美国商业中的新力量》（New Forces in American Business），由坦格斯特·喀什和麦格劳希尔公司的经济学顾问所编撰（Dexer Keezer and the McGraw-Hill）。

这种对于经济的乐观，毫无疑问，是导致目前股市中乐观情绪的首要因素。但是，通货膨胀因素在这有着更为重要甚至是独立的作用。人们告诉自己，一方面，未来不可避免的通货膨胀保证了将来普通股的收益和价格会不断提高——另一方面，相反地，如果他们的资金以债券和其他现金等价物的形式（Cash equivalents）持有，它们的真实价值，以其实际购买力衡量，将会持续下降。这种对60年代前景预测的组合——良好的经济加上稳定的通胀——组成了强有力的"股市鸡尾酒"，公众——包括年老的与年轻的 有经验的与没有经验的——发现它无害而且极其爽口。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对未来乐观的观点

现在的问题是，关于这种经济和股市的未来的乐观看法，过去的经验能告诉我们一些什么呢？从过去的经验中得出的结论不是最后的决定，因为没有一种预测——不管是说未来乃是过去的重复，还是说未来与过去的模式可以完全决裂——能在事情发生之前被证明是正确的。然而，过去的经验中的确有些内容可以说与我们的问题至少是相关的。首先是，乐观和自信一直伴随着牛市而来；牛市中股价上涨时，这种情绪也在增长，它也必须增长，否则牛市不能一直持续到其令人眩目的高度——当过去那些牛市崩溃时，这种乐观和自信迅速为怀疑和悲观所取代。如同可以料想的那样，在20年代晚期，上一个对美国的经济前景最为乐观的时期与狂热的牛市相伴。然后，就像我们现在这样，几乎所有的人都确信，我们进入了一个持续有力的经济繁荣的“新时代”，过去的经验与其说无益还不如说有害。你们都明白，在1928年到1929年，“新时代”这一短语几乎变成了对那时候美国经济的官方描述。略具讽刺意味的是，我们可以注意到，今天几乎每一个人都又一次确信我们已经进入了一个持续强劲的经济繁荣时期，而且每个人都有意识地避免使用“新时代”这一词语，因为它会使我们产生关于发生于1929年和以后极不愉快的回忆。

而且本世纪20年代，有一新思想认为良好的普通股内在地比债券更有利，这一思想不断地取得新的阵地。金融服务机构解释说，收益低于债券收益的股票所具有的明显的危险性其实并不存在，因为股票的增长性因素最终将会弥补甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超出股票购买者在当期收益上所遭到的损失。

通货膨胀的影响

在20年代的市场中，通货膨胀的因素并未纳入人们的考虑范围，因为在整个这一时期价格水平一直保持稳定。然而，这一因素在1936年到1937确实成为投资者和投机者所考虑的因素；因为在1932年6月的最低点和1937年5月的最高点之间，批发物价上升了大约90%（这可以跟1949年和1959年近期的高点之间，该指数只上涨了19%相比较）。你们可能会有兴趣知道，从1901年到1910年，批发物价指数稳步上升，总共达到17.5%——比50年代的上涨率高出不少。尽管如此，在那十年中，股市经历了两次下跌，每次都跌掉大约50%，持续到1937年3月的上涨也有将近50%的跌幅随之而来。

我们看到,若将商品物价的上涨看做影响股市的因素，过去的经历包括两点事实。第一，在本世纪的大部分时间里，通货膨胀一直都是存在的而且是经常的，其平均上涨率高于自1949年以来我们所见到的通胀率。但这并没有阻止股市在大幅上扬之后发生令人惊慌的下跌。第二，在这一期间，投资者及投机者对通货膨胀对股市影响的看法发生了极其巨大的变化。出乎人们意料的是，1914年以来的6次熊市中的3次同时伴随有批发物价指数的上升——其中两次上升幅度还相当大。阿诺德·本哈得（Arnold Bernhard）在他最近出的一本书即《普通股的估价》（The Evaluation of Common Stocks）中指出，在1949年熊市的底部，许多金融专家撰文认为通货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀对普通股市场是一个不利因素——那时价格水平在1946年~1949年三年间上涨了几乎40%。这些以往的记录清楚地表明通货膨胀对股市的影响主要是通过人们的主观情绪发挥作用的，当批发物价指数与股市恰好同时上涨时，它就发挥了重要的利多作用。当股票价格明显下跌时，投资者们就好像忘掉了通货膨胀一样。

最近，市政大厦(Town Hall)的执行秘书威廉·米勒（William Miller）促使我注意到通胀因素的一个算术特征：在当前的水平上，对大多数投资者来说，免税的债券收益率是普通股股票每股收益率的两倍。其中，后者的收入税因素已被考虑在内。因此，今天的免税债券投资者可以从其债券利息收入中相应留出每年2%作为预防未来通货膨胀的基金，同时他的债券仍能得到与普股股票一样多的收益，并且同样可以随时变现。

在我们当前的经济中有许多因素是以前的牛市所不曾有过的。你们中大多数人会想到普通股投资的大幅度普及——尤其是随着养老基金的其他机构持股人的入市——是这些新因素中的重要一项。关于这一点，我可以列出一些疑问，因为1929年普通股投资的普及率可能与今天相差无几。纽约证券交易所指出股票投资人的数量差不多翻了一番——从600万到1 200万——并将之作为说明普通股地位大为加强的一项指标，这一现象也是长期牛市所具有的特征。毫无疑问，1921年到1929年的牛市中，股票持有人的数量也有相似的增加。事实上，西蒙珀尔（Simon-Pure）的经历说明了，小规模投资人的数量的增多意味着未来股市危险性而非稳定性的增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增强的稳定性

我愿意承认的新因素主要是与现在经济的稳定性相联系的——譬如说由1946年就业法案所规定的政府维持就业的责任、失业保险机构、老年养老金，以及诸如此类的因素。我很少愿意作什么预测——但有一点我是可以预料的，就是将来经济萧条或者衰退的深度将会比以前为轻。而这就是一个重要的长期利好因素。

今天平衡关系中的另一个新因素是冷战——它确实是以前时代中所没有的现象。我的观点是——并不为许多权威机构和人士所持有——在50年代，冷战对于抵消不利因素、促进经济发展所起作用十分巨大。在60年代这一作用将达到什么程度须由专业人士回答，相关的军费开支在整体经济中是否将占在50年代同样的比重也应由专业人士回答。

下跌的可能性

如果我上面提到的后两个因素是新出现的和对经济气候有利的，那么这样问就显得很恰当：它们是否向投资者确保了未来还不明朗的股市将会是有利的——更明确地说，它们是否向投资者确保了我们过去经常遭遇到的市场40%或更大幅度的下跌将不再发生。要回答这个问题甚至要求我在一定程度上暂时偏离对过去经验的思考而进行一些更为抽象的推理，如果经济在未来会比在50年代表现出更高的稳定性——这显得极为可能——那么普通股的收益和红利也就会更为稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定，进一步促使股票比以前更为自由地定价，这表明，一般而言普通股更高的一般价值或核心价值能很好地从过去的经验中得到确认，而不仅是从中发现一些迹象。那么，能够比前面推算的价格高出多少呢？如果单从以往经验中判断现在道·琼斯指数应定值于450点，那么，它会由于这些新的稳定因素的存在而定值于670点或更多么？我不知道——而且我并不认为会有其他任何人知道。我自己的猜测是，在今天这种牛市的环境中，金融专家会想说：是的，并从而认为目前所处的水平是恰当的，但如果市场下跌到450点，同样是那些专家会使自己相信，旧的估价关系仍然是有效的，而那些新方法则只是牛市中的幻像。

为了进一步说明这一相当具有讽刺意味的观点，请允许我再一次提及1949年我们的大牛市开始之前不久的情况。那时候，《就业法案》已经通过三年了，但作为一个稳定性因素还一直被完全忽略——实际上，有组织的商业界还在强烈地反对它。更能说明问题的是这一情况：仅仅在10年以前，其市盈率或称股票收益的价值率，是科渥斯（Cowles）于1871年开始记录以来，历史上以三年为一期计算的该指标是最低的，除了1916年到1918年的第一次世界大战期间以外，那期间每个人都认识到收益只是暂时的。现在，让我们看一下一家领导性的投资服务公司在1949年9月是如何评价股市的——恰恰在上涨开始以前——那时人们面对的情况是价格水平不到收益的6倍。我总结了他们的评价：

“从历史上看，现在的价格收益比是极低的，就内在质地而言股票很便宜。但是，价格上升的因素是公众的情绪、股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市的上涨有赖于人们信心的恢复。有鉴于这些问题，我们一直建议手头保留一部分资金以待未来。”最后一句话是一种职业性的表达方式，意味着对股票市场总体的悲观情绪。

现在让我们把这种对1959年位于历史性低点的价格收益比的分析，与另一家公众领袖性服务公司对1959年位于历史性高点的乘数所进行的分析作一比较。这家服务机构列出了从1929年到1959年这些数据的波动情况，然后提出“股市现在处于估价区域的上限。”但是那份报告随后补充说，“1960年的经济展望极为乐观，收益和红利应该会进一步上升”，而且“它们将支持股市新的上冲”。这家服务机构没有建议在未来股市强劲的时期，投资者应当从股票中抽出一定资金，使之在股票和债券间达到一个更为均衡的点。这表达了一种温和的警告，我们当然不应对之进行批评。但我的确想指出的一点是：一家服务机构于1949年对位于历史性底部的价格收益比的反应和今天另一家服务机构对历史性高位的市盈率所做的反应是何等的轻微，又是何等的相似。

我所有的经验可以表明，大多数投资建议者由股票的价格得出他们对股票价值的看法。在股票市场上，价值标准不能决定价格而价格却能决定价值标准。

请让我回到原来的问题上来，新的经济环境是否会使比以往更高的收益乘数和红利乘数变得适当？让我假设答案是肯定的——这也确实显得如此。那么，这一事实能确保投资者不会再有代价高昂而且令人沮丧的熊市经历了么？在我看来，这似乎是极不可能的。股市的价值中轴线会有所上移，但围绕这些中轴线的上下波动范围会跟以前一样宽。事实上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们可以预料波动幅度甚至比以前更大。因为，由于关于新的价值中心应如何确定。没有人能有一个清晰的概念，这一价值的发现将通过不断的试错而实现。在这一过程中，投机过度会使价格向上运行，而不恰当的悲观预期则使价格向下，这两者所产生的影响将比从前大多数的市场周期循环更大。

当前市场中的投机过度

关于这一点，我最后得出一条有关人性的“规律”，它既不会被取消，也好像不会有任何程度的变化。这一规律是说，没有经验又没有超常能力的人在股市上可能会很快赚取一大笔钱，但他们不能保持自己所赚取的，其中大多数人最后会变成一个净损失者。(即使股价的长期趋势显然一直是上升的，这也依然正确。)这是一条更一般的自然规律的特殊应用，后者可以简单地这样表达：“天下没有免费的午餐”。在过去的美好日子里，沙龙的参加者经常说这句话。在座有些人那时还太小，现在已记不得了。

现在，毫无疑问，股市已经达到了这样的阶段，有许多人醉心于免费的午餐。在电子行业及相似的领域中相对较年轻的企业，其股价达到了不同寻常的高度，这些小企业如潮涌般发行的新股价格是其平均收益的25倍或更多，或者是其净资产价值的3倍（股价常于发行后立刻上扬），股价前后显得毫无道理地不一致，如同斯都得贝克-帕卡德（Studeboker-Packard）的三次股票发行由于投机者的参预而表现大不相同那样。以上这些表现都说明了在目前股市中的随意成份，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中可以预期到前方会有严重的麻烦——如果过去的经验毕竟还能说明一些问题的话。

请让我用我最喜欢的座右铭结束此次发言——“事情改变得越多，它就越是老样子。”我一直认为，这句箴言应用于股市比用于其他任何地方都更恰当。现在，这句谚语中真正重要的部分是这一短语，“事情变化得越多”。经济世界已经发生了根本性的变化。但如果那句座右铭是正确的——一句话之所以成为座右铭，我认为，只是因为它是正确的——那么股市本质上会继续保持与过去一样——在那儿，一个大牛市以后不可避免地会跟着来一个大熊市。用别的话说，在那里，人们明天必然会为今天的免费午餐付出代价。通过考虑以往经验，我认为股市目前的水平是极端危险的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章

价值的复兴

少有的投资机会浮现了

在上星期举行的注册金融分析协会(Institute of Chartered Financial Analysis)举办的论坛上，本杰明·格雷厄姆，这位华尔街一些经典著作的作者，也是一位成功的职业投资人，作了关于“价值的复兴”的讲话。下面是他讲话的一份摘录。

这次论坛的标题——“价值的复兴”——暗含了这样的意思：价值这个概念在华尔街上曾经一度为人们所忽视。这种忽视可以由一些迹像确定。如曾经泾渭分明的投资与投机，其差别事实上已然消失。在上一个十年中，每个人都成了投资者——包括股票期权的购买者和决策多变的短线炒家。在我的思想中，价值这个概念，连同无风险收益这个概念，一直都是真正的投资所必备的核心，而价格预期的升降，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则从来都是投机所注重的焦点。

关于这一点，请让我简单地提一下我们管理格雷厄姆-纽曼(Graham-Newman)基金时所使用的特别方法，也就是购买价格低于其运营资本价值的股票。这种方法在过去40年中给我们带来的收益是如此丰厚，最终我们不再考虑所有用常规定价方法所筛选出的其他普通股投资机会，而将精力集中于这些市价低于资产价值的股票。我们今天所讨论的“价值的复兴”这一主题，意味着这种投资机会又出现了。一份有关价值线(Value Line)的刊物列出了100支具有这种机会的非金融企业股票，同时它认为在《标准普尔每月股市向导》中至少有两倍于这个数目的股票，其目前的价格低于运营资本的价值。(但是，不要花25美元去邮购“1000支股价低于运营资本的股票”的广告目录。那些榜上有名的公司不可避免地会忘了将债务和优先股资本额从运营资本中扣除以得到可由普通股分享的运营资本。

得出这样的结论似乎只是个很普通的见识:一个人如果可以得到，譬如说，一个由30支价格低于其运营资本的股票构成的证券组合，而且这些股票又符合其他价值标准,包括分析家所关注的企业须有良好的长期前景，那么，他为什么不将自己的选择局限于这一投资组合而忽略那些较普通的估价方法和由之得出的投资机会呢？我想这是个合乎逻辑的问题，但它提出了各种实际问题：这种“热销(fire-sale)股票”——如同价值线方法所称呼的那样——还将继续存在多久；如果一大群决策者开始将资金集中于这种股票，结果又会如何？如果以后这种股票不再可得，分析家们应该做些什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些问题的确与价值投资法许多方面有关，包括如果大多数投资者和他们的建议者遵从这一理念，或者说当这一理念为大多数人所接受时,这种迷人的投资机会是否还会继续存在。

现在公司间的接管报价已经成为我们日常金融事务的一部分，它引发了一些有关于内在价值与市场价格相比较的有趣的问题。关于这个问题最惊心动魄的一幕发生于几个星期以前，那时两个大公司为了购买另外一个公司进行了激烈的竞争，其结果是，在短短一个月中，ESB公司的股票价格从17.50美元上升到41美元。我们以前一直认为，一家公司股票对其个人持有者而言所具有的价值是评价该股票价值的重要基础。现在，对证券分析家来说，我们有一个相应的数据需要考虑：对于一家给定的公司，某位潜在的接管者愿意提出的报价。就这一点而言，对那些相信大多数普通股的实际价值远高于其现行市场价格水平的人们来说，ESB公司接管事件以及随之发生的马科（Marcor）公司接管事件为他们提供了信心。

对于公司接管，我想在此指出其另一方面的问题。这个问题在某种程度上带有私人性质，因为它与我长期以来所进行的失败的努力有关：我一直在努力促使股票持有人面对公司的管理层时不要显得太懦弱,你们可能还记得INCO公司对ESB公司的接管报价一开始被称做是“恶意行为”，后者发誓要用尽一切方法来阻止这种行为。最近，一些公司的管理层要求其持股人赞成股权的变动须得到允许，这将使这种与管理层意见相悖的公司接管变得更为困难——用别的话说，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票持有人要使其股票达到有吸引力的价格更为困难了。那些持股人仍然懦弱，一般都赞成这一建议。如果这一运动推广开来，它真的将伤害投资者的利益。我希望金融分析家们能对这一问题形成正确的判断，并且尽力劝告持股人不要以这种愚蠢而不计后果的方式保持沉默。这可能会是供金融分析协会讨论的一个很好的主题，我们应该就此采取统一的公开立场。

在现在的公司收购中所出现的价格，与以前市场上以“最受追捧的50支股票”为代表的第一等级的股票价格，至少有表面的联系。大型企业集团通过积极地兼并接管扩展着自己的商业王国，在这个过程中，大投资机构起着某种作用，在1972年，雅芳制造（Avon Products）公司的市盈率平均是55倍，并曾在最高价140美元上，市盈率达到65。这一乘数不能由任何保守的定价公式得出。这并不是在已经远去的牛市中由投机者炒作而出现的结果，它有那些成为雅芳公司大股东的机构积极主动的支持。

在我看来，那些机构是由于三个因素的综合而为雅芳公司支付了如此不近情理的市盈率。首先是因为他们需要管理的资金数额太过庞大，而且他们希望其中大部分资金以股权的方式持有。第二，是因为他们的操作应限于的范围中企业数目相对较少，部分地由于他们必须选择有数百万流通股的企业以进行大宗股权交易；也因为他们坚持要选择有高速增长前景的企业。第三个因素是由于这是现在流行的操作方式，尤其在养老基金管理中更是如此。

在这儿所应用的算术简单得具有欺骗性。如果某家公司的收益今年上升了15%，而且如果市盈率保持不变，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——“变”——这一投资就产生了15%的收益，再加上那微小的红利。如果市盈率增长了——正如雅芳公司每年所表现的那样——这种收益就变得远为丰厚了。这种结果与购买股票时的价格完全无关。当然，在这种幻想中，那些投资机构正提着自己的鞋带想把自己拉起来——在华尔街，这并不困难，但绝不可能永远维持。

这些投资机构的投资策略引起了两个对证券分析来说很重要的问题，首先，在高成长、高市盈率公司这一令人兴奋的领域，保守的分析家应该做些什么呢？我不得不说，他所将要做的是几乎不可能的事——也就是说，对这些股票不加理睬而任由那些获利机会从身边溜走。那些投资机构自已将这些本来是适合投资的股票转变成了投机性股票。我再次重申，普通的分析家不会预期在投机性股票的领域中，会发生长期令人满意的结果，不管其投机性是来源于公司自身的经营环境，还是由于它们过高的价格水平。

我要指出的第二个问题对进行投资的公众和为非机构客户提供咨询的分析家而言具有积极的意义。我们能听到很多抱怨，说机构对股市的统治已将小型投资人置于一个不利的地位，因为他们不能与拥有巨额资产的信托公司相竞争。事实恰恰相反，或许可以说在市场上机构比个人拥有更多的投机工具和技巧，我不敢对此做出判断，但我可以肯定的是，一个秉承正确原则的个人投资者，如果得到了正确的建议，在长期的比赛中能做得远比大机构为好。如果信托公司必须把自己的操作局限于300支股票或者更少，个人则可以拥有多达3 000支股票供研究和投资。许多真正质优价廉的股票并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能大量获得，由于这一事实，机构投资者被排除在这类股票的购买者之外。

假设所有这些都是真的，我们必须再次回到我在一开始所提出的问题。有多少金融分析家能够通过选定价值被低估的股票和将它们推荐给个人投资者而获得足够的财富，从而能够愉快地生活。坦率地讲，我不能说在这一领域中有足够的空间可以容纳13 000名分析家，甚至也不可能容纳其中较大的部分。但我可以宣布，证券分析家过去大量涌入价值被低估的股票这一领域的数量从来没有大到使获利可能由于过度投资和过度竞争而削弱（事实上，价值型分析家更多地是忍受着孤独之苦）。

不错，物超所值的股票在牛市到来时会变得稀少。但那并不是因为所有的分析家都变得关注价值，而是因为价格的普遍上扬。（或许我们甚至可以通过计算股价低于其运营资本价值的股票数量来确定市场的价位是否已经变得过高或过低。当这种机会事实上消失时，过去的经验告诉我们，这时投资者应当从股市中脱身，将资金全部投放到财政部债券中去。）

到现在为止，我一直在讲述价值投资法的优点，好像我从未听说过像“随机漫步”、“效益组合”、β相关系数，以及诸如此类的新发现。我听说过它们。我想首先花点时间讲一下β相关系数。这是测定普通股过去的价格波动时多少有点用处的方法。使我感到困惑的是，权威意见将β值的思想等同为风险概念。如果说是价格波动，是的；如果说是风险大小，不是。真正的投资风险不是用在一定时期内一支股票与股市整体水平相较而言其下跌幅度的大小来衡量的，而应该用由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于经济周期的变化或管理质量的下降引起的股票质地和盈利能力的丧失来衡量。

在《聪明的投资者》的第五版中，我用了A&P公司股票于1936年～1939年的表现来说明价格波动和价值变动的根本性不同。与之相对比的是，在过去10年中，A&P公司的股价从43美元跌至8美元，与之恰好同时发生的是其贸易地位、盈利能力和内在价值的相应丧失。对我来说，用价格波动来衡量投资风险这一思想是令人讨厌的，其原因正是它混淆了股市变化所说明的问题与股市实际上发生的事情这两者对股票持有者的意义。

价值投资法在应用于债券时一直比在应用于普通股时更为可靠。它在债券分析中的特定目的是确定企业是否有足够的大大超过其负债的资产，从而为其债券提供足够的无风险收益。利息计算的标准方法也具有同样的功能。真正的职业性计算口径有许多作用，分析家可以将之应用于债券和优先股投资的广泛领域之中，而且，在一定程度上，也可以应用于可转换证券。这一领域已经变得越来越重要，尤其是因为所有合适的投资组合都应该含有债券部分。

任何一个对得起其所得报酬的证券分析家都应该能够确定，一支给定的债券是否具有足够的，可以用统计数据表示的防卫风险的能力，从而人们是否应该将之纳入应考虑的投资对象之内。在过去10年中，这一工作不时被忘掉——最显著的例子是宾州中心（Penn-Central）发行的证券与质地优良的公用事业证券以相同的价格出售。调查——下过去几年中该系统的记录——什么都没有，只是一个徒有其名的空壳，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的会计账目极其特别，而且它事实上没有交纳过所得税——我们可以得出明确的结论：应该把它从发行债券的行列中驱逐出去，更不必说发行最高价曾达到86美元的股票了。

现在，我们处于这么一种情况之中，所有的债券都以高收益率出售，但许多公司已陷入过度负债的困境。而且，其中许多公司债券在借款契约中似乎没有为债权人提供足够有力的保护性条款，以限制这些公司借入新的款项以取得其本公司的普通股。（在现在的债券中一个突出的案例是帝皇世界（Caesar's World）股票的操作。对我来说这种现在普遍存在的做法对令人同情的债权人脆弱的承受力而言意味着大量危险。

因此，证券分析家可以很合理地提出一大堆有价值的建议，让投资者在债券领域中改变投资策略，甚至在联邦债务结构中——那儿安全不成问题——各种各样非直接的美国政府债务，包括一些免税债券，为投资者提高其收益提供了许多机会。相似地，我们已然看到许多可转换债券以与其普通股相近的面额出售；在典型的情况中，债券提供了比股票更高的回报。因此，在这些情况下，投资从普通股领域转移到债券领域是十分明白自然的事，例如，斯多得贝克-威士诏(Studebaker-Worthington)和恩格尔哈德(Engelhard)实业的优先股与其普通股的对比说明了这一点。）

请让我以一些建议作为这次发言的结尾。它出自一位经历过多次熊市和牛市的80岁老人之口。作为一个分析家，请做那些你知道自己能够做好的事，而且只做这些事，如果你真的能利用图表，或是占星术，或其他一些你自己拥有的少见而有用的才能来获取超出市场平均水平的回报，那么，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是你应该耕耘的领域；如果你真的善于选择最可能在未来12个月中表现出色的股票，请将自己的工作以之为基础；如果你能预言，经济生活中下一个重要发展或是技术的发展，或是消费者偏好的变化，那么，请衡量它们对各种投资价值的不同影响，然后将精力集中于这一特定的活动。但在每一种情况下，你都必须通过诚实而不自欺的自省和对操作结果不间断的测评来对自己证明，你具有抓住获利机会的能力。

如果你相信——正如我一直所相信的那样——价值投资法是正确的、可行的和有利可图的，那么，请专一地奉行这一原则。坚持这一原则，不要被华尔街多变的时尚、幻像和快速获利的欲望所惑而偏离这一原则。我强调，要想成为一名成功的价值投资分析家并不需要特殊的天赋或者说是超出常人的才能。所需要的只是，第一，常人所应有的智力；第二，正确的操作原则；第三，也是最重要的，坚定的个性。

但是，作为金融分析家，不管你想走哪一条道路，采用什么样的方法，请保持你的道德准则和作为知识分子的正直。在过去的10年中，华尔街丧失了它本来具有的值得称赞的道德准则，这造成了对它所服务的大众的极大损害，也损及了金融界自身。当我在这座城市读小学时，也就是70多年前，我们要在作业本上抄写各种不同的格言。其中第一句就是"诚实是最佳策略（Honesty is the Best Policy）"。现在，它仍然如此……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章

普通股的未来[⊖]

在我于1914年来到华尔街之前，股市的未来已经被预测过了——只此一次——就如J. P. 摩根著名格言所说，“它将波动。”我很有把握地预言说，在将来几年中，就像在过去那样，普通股将上涨得太高，也会下跌得过低；投资者，连同投机者——以及机构投资者，连同个人投资者——将迎来资产升值的时期。

为了给这一预言以支持，请让我复述两件分水岭式的事件——我是这么称呼它们的——它们发生在我自己的金融工作经历中。第一件须回溯到恰好50年前，也就是1924年，那时E. L. 史密斯题为《作为长期投资的普通股》（Common Stocks as Long——Term Investments）的小书出版了。他的研究说明，与当时人们所普遍认为的恰好相反，股票投资作为一个整体在之前的半个世纪中

⊖ 经《金融分析家》1974年9月/10月刊允许重印，1974年版权，投资管理与研究协会，卡罗坦斯维拉弗吉尼亚。版权所有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已被证明是远优于债券的购买对象。人们普遍认为，这一研究结果为随之发生的20世纪20年代大牛市作了理论上和心理上的准备。道·琼斯工业平均指数（DJIA）在1924年中期稳定在90点左右，到1929年9月已然上升到381点，从这一高位它开始崩溃——我是记得太清楚了——到1932年，指数下跌为令人难堪的低点41点。

在那一天，市场水平达到了30多年来所记录的最低点。对通用电气公司和道·琼斯指数两者而言，1929年的高点在随后的25年间再也没有重新达到过。

某些策略，当应用于过去的情况时是完全正确的，当相关环境变化后仍将之盲目应用，则会导致严重的灾难，这儿就有一个显著的例子。当道·琼斯指数位于90点时，股票投资的吸引力是确实存在的，当指数上升到200点时，这一吸引力就显得可疑了，而当指数上升到300点或者更高时，这种吸引力就是完全虚假的东西。

第二个事件——在我思想中是历史性的——其发生标志着1929年～1932年股市大崩溃之后漫长回归的终结。那是联邦储备于1948年所作的一份公众对普通股态度的报告。在那年，道·琼斯指数只有165点或者说是市场整体市盈率只有7倍，而同时AAA债券的收益率只有2.82%。尽管如此，受调查的人中90%不愿意购买股票——大约有一半是因为他们认为股票风险太大，另有一半则是因为他们对股票不熟悉。当然，这正是普通股将要开始历史上最大幅度上涨之前的一刻。之后道·琼斯指数一路上扬，从165点上升到去年的1050点。公众对于金融事务的态度作为投资策略的指导是完全无价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，对这一古老的真理我们还能希望有什么更为有力的解释呢？1974年发生的事明确地显示出其正确性，正如在1948年那样。

我想，股票的未来大约仍将会跟它从前一样，尤其是，当价格水平合理时，购买普通股仍将被证明是令人满意的投资。我这么说可能会有人反对，他们认为，这种说法作为一种结论太过粗糙、太过肤浅，没有把这些年发生于经济生活中的一些新的因素的问题考虑进去——尤其像通货膨胀、前所未有的高利率、能源危机、生态污染的难题，以及甚至是人们呼吁减少消费和保持零增长的运动。或许，我还应该再加上公众对华尔街作为一个整体普遍的不信任，这种不信任由近年来华尔街在道德领域、各种金融活动和一般商业性判断中近乎可耻的行为所造成。

当然，这些因素——主要是对普通股未来价值不利的因素——应该被视做决定今天投资策略的组成部分。但如果从中得出结论说，从此以后，不管价格水平有多低，购买普通股都不再是值得进行的投资，这是荒唐可笑的。

实际的问题其实与过去一样，也就是：现在是购买股票的恰当时机么；现在购买股票，价位合理么？我认为，我们应该把这一问题分成以下两个方面：（1）将股市看做一个整体，例如以道·琼斯工业股票指数（CJIA）或标准普尔500支股票平均指数（Standard & Poor’s 500）为指标，现在的价格水平是购买普通股的良机么？（2）如果那些股票指数水平不具有吸引力，那么投资者是否能够通过选择那些至少在目前价位上毫无疑问物有所值的股票，来获取满意的收益呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚才我所进行的区分，很明显与目前的情形相关。由于机构投资者对大型高成长的公司具有极大的偏好，因此出现了所谓的“双层市场”。这进一步导致了具有不同投资特征的股票市盈率的不同差异可以达到10比1。在我的整个投资生涯中，这种情形从未出现，除非在1929年股市疯狂阶段的最高点，那些著名的蓝筹股可能与之类似。

我自己对上面所提出的双重问题的回答如下：关于股票指数的当前水平，亦即，道·琼斯指数850点和标准普尔500种股票指数93点，影响当前证券价值和价格的最直接的因素可以确信主要是现在发行债券、国库券等整个发行范围中所设定的高利率。那些机构的投资态度中一个明显的不足是，自1973年初以来——那时他们支持着股票指数创纪录的高位——他们没有将AAA债券考虑进去那时，这种AAA债券的收益率是7.3%，在此之前不久则更是高达8.5%（正如后来所发生的那样，这一收益率注定要在1974年超过8.5%）。在1964年，AAA债券的收益率平均是4.4%。对我来说，股票的收益价格比一般而言应该与债券利息有一定的关系，这是合乎逻辑的。如果这一论点的最简单的形式能为人们所接受的话，那么，我们必须得出这样的结论：“如果股票每1美元的收益在债券收益率是4.4%时价值17美元的话，那么，现在1美元收益只能价值17美元的52%，或者说是8.80美元，因为AAA债券的收益率是8.5%。这也就说明，现在道·琼斯指数的普通收益合理的乘数是9。如果你将收益定于1973年创纪录的86美元，那么，你能得到的道·琼斯工业股票指数的当前价值只有775点。你可能以各种不同理由来反对这一数据，其中之一可能是你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为债券利率在未来会有所下降。但这一预期远非可以确定，而现在8.5%的利率则是一个事实。而且，如果债券收益有可观的下降，那么债券的价格——尤其是那些低收益、高折扣的债券——将与股票一样上升。因此，如果利率将下降，那么，在利率下降时，这种债券的表现仍会优于股票。

换个角度来看待这一问题，我会要求道·琼斯指数或标准普尔指数的收益率至少是AAA债券收益率的4/3倍，以使它们与债券投资相比有竞争力。这意味着11%的收益率，这样我们又得出道·琼斯指数的现行价值应为775点左右，正如我们在把1974年初的情况与10年前相比时得出的结论一样。

进一步说，我对过去25年的增长率所作的计算得出的道·琼斯指数增长率只有4.5%，如果这一增长率在未来仍将持续，那么，增长率和红利率相结合能产生不足10%的总体回报率，包括4.5个百分点的增长率和以复利计算的红利率5个百分点。这第二种计算将使我现在所得出的道·琼斯指数价值775点的估价显得过于宽容了。附带说明，在当前价位对标准普尔500种股票指数作相应计算会得到比道·琼斯指数更为不利的结果。标准普尔425种股票指数和500种股票指数在过去25年中都以约5%的速度增长。但这一优势看来已被它们与道·琼斯工业股票指数相比更高的市盈率所抵消了。

选择个股

当我着手评价个股时，我会把它们分作三个等级，它们的名称列示在纽约证券交易所（NYSE）的目录中。第一组是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些增长股，其价格约为过去12个月中收益的20倍左右。第二组是相对来说较为不受欢迎的股票，售价低于近期收益的7倍，也就是说，收益率为15%或更高。第三组股票的收益乘数在7到20倍之间。

我所计的总共1 530支纽约证券交易所（NYSE）的股票中，有63支，或者说是总数的4%，是以高于收益20倍的价格出售的，其中24支股票的市盈率更是超过了30大关。与之形成对比的是，有500多支股票——超过1/3——售价低于收益的7倍，其中又有大约150支——或者说，总数的1%——标价低于过去12个月利润的5倍。

如果这些乘数所依赖的基数即收益在未来多少仍然是可靠的,不特别考虑一些有关增长率的问题——很显然，现在纽约证券交易所中，许多股票的吸引力可以与收益率8.5%的债券相媲美。在这一广阔的选择领域中，有许多股票会是养老基金投资的合适对象，其中许多实际上可以认为价值明显被低估了。这些股票尤其适合那些与短期投机相区别的长期性投资。在那些价格低于收益7倍的股票名录中有发行股数极为巨大的公司，例如火石公司（Firestone）(其销售额达到30亿美元)，有的公司规模中等，例如艾姆哈特（Emhart）,它已成立72年,最近其股票售价低于其当期资产净值。

账面价值法

那些造成目前许多纽约证券交易所股票和其他许多股票市盈率低得出奇的发展变化，现在造成了另一个现象——也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是，账面价值或者说是净价值的重新确立，这可以看成是背离了选择普通股的主题，也可以当做选择股票的一种可能的指导。对当前股市中很大一部分股票，我们可以采用非常古老但依然有效的评价股票投资的标准——也就是公司作为私人企业对某个人来说所具有的价值——来进行评价，它与市场对股票进行竞标的价格是无关的。如果该公司在过去经营得很兴隆，而且在未来至少会相当有希望，它应该会定价在净资产价值之上，因此，如果有机会以低于资产净值相当幅度的价格购买这种股票，那将是极具吸引力的。

事实上，纽约证券交易所上市公司中大约有一半在上个月股票售价低于其账面价值，大约¼或约400支股票，售价既有高于也有低于其资产净值。在过去5年中，有一半以上的公司围绕这一数值上下波动，大部分的情况是，那些以低于账面价值的价格出售的股票也属于低市盈率股票之列。

我这么说可能显得颇为鲁莽：这种情况使股票投资的一种颇为简单的方法变得可能实现，它对从小型投资人到大型的养老基金经理每一个人都适用。这就是购买经过选择的股票的理念——选择那些符合金融稳定性等额外要求的股票——能在其账面价值⅔或更低的价格上购买，将它们持有直到价格达到其资产净值才出售——这样将能得到高达50%的利润，而且不带投机性。我们不能很确定地说明这种很显然过于简单的投资策略在将来效果会如何。但我可以说，我的涵盖1961年到1974年的研究表明，在大多数年份中，这种投资机会很充足，用这种方法进行的投资，总的来说结果也极为出色。

我刚才谈到了将纽约证券交易所的股票分作三类，因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在我应该说明一下我对第一类和第三类股票的观点了。那些市盈率适中的股票可能会有个股机会，但它们作为一个类别，我是没有特别兴趣的。但是第一层次的高成长性股票对过去的经验构成了挑战。很明显，它们如果能以账面价值购得，或甚至是两倍于这一数值的价格购得，不管对个人还是就整个市场而言都将是极好的投资机会。但问题当然是，它们中大多数股票价格高于其账面价值的5倍——其中有些更是能在10倍以上。去年，这一比率远高于这些数值。在这样的价格水平上，它们表现出了投机的特征，这完全是由于其价格水平引起的，而绝对与公司本身的强弱无关。（早在1958年我就曾在对金融分析家联合会的一次讲话中指出过这一点，该篇讲话作为《聪明的投资者》一书的附录被重印。）高成长股票所带有的投机性风险在过去18个月中已为人们所认识，因为这些受追捧的股票中许多股价下挫了（我不需要再举例了）。

然而，我确实想在这儿举出一个例子以供简要地讨论近来出现的有关股票市场的学术理论。如果与现实相吻合，它将极具有操作意义。这就是有效市场假设。在其极端情形上，它可以导出两个结论：（1）几乎任何时刻，每一支股票的价格反映了人们所知的与该公司有关的一切事件。因此，不能通过寻求和使用额外信息持续地获取利润，甚至包括内部人士也是如此。（2）因为市场拥有关于每支股票完全的或至少是充分的信息，它所记录的价格也就因此是“正确的”、“合理的”或“恰当的”’。这意味着，股票分析家寻求价格和价值之间的区别将会一无所获，或至少是不能提供充分的回报。

对第一个结论，我不想特别地表示反对，虽然可以确信，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时候研究者能发现关于某支股票尚未被广泛知悉并反映到价格中去的重要信息，但我重点要否定的是这样的推论：因为市场拥有确立一个正确价格的全部信息，市场所得到的价格在事实上就是正确的。可以把一家相当不错的公司，如雅芳（Avon Products）作为例子。如果说1973年它的价格为140美元是“正确的”，而1974年其价格为32美元也是“正确的”，这怎么可能会有道理呢？发生了什么事情——与股市心态无关——可能导致了该公司的市场价值下跌了77%或是将近60亿美元？市场可能是已经拥有了它所需要的有关雅芳公司的所有信息，那么，在利用这些信息估值时，它缺少的正是正确的判断。丹斯卡茨（Descartes）早在三个世纪以前就对这种情况进行了总结，在他的《Discours de la Methode》中写道“Ce N'est pas assez d'avoir l'esprit bon, mais le principal est de l'appiquer bien.”用英语说是：“拥有良好的智力是不够的。”我可以加上一句“足够的信息”——“基本的问题是如何良好地运用它。”

我可以向读者保证，在纽约证券交易所中500多支现在价格低于收益7倍的股票中，有太多的股票价格并不“合理”，不管“合理”二字能够如何解释。它们的价值显然比现在的售价为高。任何一个对得起自己薪酬的证券分析师应该能够从这一领域中选出一个有吸引力的投资组合。

通货膨胀和投资策略

现在，让我们开始讨论通货膨胀。不管是在当前的市价水平或者实际上是可想像的任何一个价格水平上，持续通胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的前景是否使购买股票变得没有吸引力了？这问题有点奇怪，因为它使我想起了另一个问题。好像只是在昨天，每个人都在说，股票，即使价位很高，也显然比债券更可取，因为股票具有能够防御未来通货膨胀的重要能力。

但必须承认的是不仅在最近，而且许多年甚至可能是几十年以来，股票作为一个整体并没有表现出人们所希望的防御通货膨胀的能力。我引用一下显得很自然的猜测：更高的一般价格水平会导致商业资产更高的价值，因此相应地会导致与起初的成本相比较高的盈利率，但这并不能从统计数据中得出。总体而言，账面资产盈利率——以原资产额表示，远低于其实际数额，因为资产应该用重置成本表示——最好稳定地保持波动于10%到12%之间。如果有什么变化的话，它在1948年到1953年间是下降了，那时道·琼斯指数总体而言市盈率是7倍。

当然，道·琼斯指数和标准普尔425种工业股票指数的收益在1947年~1951年到1969年~1973年两个期间的确增加了两倍。但是在相同的期间，两项指数所含公司的账面价值却升了三倍。因此，我们可以说，战后公司收益的所有上升都可以只是归功于通过未分配利润的再投资所增长的企业净资产，而没有一点是因为在过去28年中，一般价格水平翻了一番还不止。用别的话说，这种通货膨胀对普通股的收益没有帮助。

这是一个很好的理由——还有其他一些理由——人们不应该在所有的市场价格水平上都热衷于股票投资。这一警戒是我长期奉行的投资策略的一部分。但，对当前的情况应该怎么看？人们应该由于通货膨胀因素而不敢购买那些盈利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到15%的公司股票么？我的答案会是“否”。

那么，什么是投资者真正的选择呢？不管是机构投资者还是个人投资者，他可以选择将资金投放于短期债券，收益将颇为可观，同时期望未来的通胀将最终导致所有种类的股票市价水平的下跌，包括那些低市盈率的股票。这一策略在投资者认为股价高于其真实价值时是正确的，但如果不是这样的话，它也就只是赌一下未来市场的波动方向而已。或者，可以想像，投资者可以做出一个全新的投资策略决策，也就是把目光从股票和债券转移到实物上来：房地产、黄金、商品、名画，以及其他诸如此类的东西。请允许我就此列举出三种现象。

首先是，对一笔真正巨大的资金，比如是几十亿美元，投资于这种有形资产——不动产除外，不可能不造成价格的大幅上涨，从而产生典型的投机循环，最终结束于不可避免的崩溃。第二，那种真正的危险已在房地产领域显露出来了，在房地产领域无数新企业通过借入资金和出售普通股获得金融支持，最后遇到名种各样的问题，包括其投资者在股市上的巨大损失。

我要说的第三点是关于通胀的积极方面的。我想每个投资者都应当认识到未来通胀率达到目前的11%或更高水平的可能性——尽管并不一定是其发生的概率——并且应当在其总的金融方案中引入我所称的“实物目标因素”。我想通过这一短语表达的意思是，他们不应当满足于将绝大部分财富保存于纸币或其等价物的形式，如银行存款、债券和各种应收账款的形式。为了对股市或短或长的上涨做好准备，可有谁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真能预料？目前拥有一种非直接的股份会被证明是明智的——通过普通股投资组合——投资于诸如土地、建筑、机器和存货等有形资产。通过实施一般的普通股投资策略，这是相对容易实现的。我想要说的是，在分析财富资源时，把这一思想当做一种特别而且慎重的标准是值得的。这一思想对基金和其他投资组合一样，都是适用的。

很明显，在我的一般投资方法中和对股票的未来进行预测时，我没有把这些人们普遍关注的问题如能源危机、环境问题、外汇汇率的不稳定等等作为做出金融决策的主要考虑因素。它们在价值对价格的平衡中所起的作用与以下不利因素是相同：（1）更低的盈利能力；（2）更沉重的债务负担和因此引起的更高的利率水平。它们对未来发挥作用的重要性可以为经济学家和证券分析师所预测，可以想见，这种预测的精确度，或是精确度的不足，会与以前的预测工作一样。

机构的统治、有效市场，以及证券分析的前景

在资金管理人中存在一种对股票的偏好吗？我的回答是毫无疑问，在过去10年中的确有这么一种偏好，而且在一般说来收益与债券不同的股票市场中是影响价格水平的有力因素。它在很大程度上有助于这些高收益本身，因为是它使数以十亿计的美元从债券市场中逸出，而去以高市盈率向股票原先的持有人购买股份。由于机构投资者对股票已不再抱有希望，人们已然对此表达了忧虑，很可能近些年来人们对股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的偏好不但正在迅速消失，而且还走向它的反面。现在，警告人们不要对低价位的股票持有同样没有道理的偏见已经成为像我这种老人的职责了。

机构投资者投资于股票的资金高达2 000亿美元，现在的证券分析家有11 000位，而且每个人都想“战胜指数”，对股票的偏见会对机构投资者的操作产生什么影响呢？读者应该会原谅我引用海因里奇·海因(Heinrich Heine)的一句双行体诗：

Funf-und-vierzig Professoren

Vaterland,du bist verloren!

(45位教授！

祖国啊，他们会毁了你)

如果只是45位教授就能造成这样的灾难，11 000位证券分析家更将如何？

严肃地说，机构在股票市场上的广泛参与，以及无数努力给各种股票估算出恰当价格的证券分析家的工作，应该会使股市的价格运动相对平缓，也就是说，至少在理论上，会减少股价不合理的波动。

然而，我必须承认，我从没见过由于机构投资者在市场活动中的优势地位而产生出这样的结果。价格波动的幅度，如果说有所变化的话，就是比机构投资者大规模进入市场之前更大更广了。原因会是什么呢？我能想到的惟一的可能是，机构和他们的金融分析家并没有表现出比一般公众更多的谨慎性和洞察力。他们看来也已被同样的妖女之歌所迷惑——主要通过其“操作”的风格表现出来。他们也同样在很大程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度上不再考虑投资和投机间曾经很明显的区别。（由于一些银行的信托投资在1968年到1973年间没有满足对谨慎性条规严格的法律要求，这使我怀疑是否很快就会有一天我们将见到一些银行失去公众的信任。）

请让我为我所宣称的机构投资并未提高股市价格的稳定性或合理性这一结论提供一个确凿的例证，那就是美国航空（American Airlines）公司。《标准普尔每月股市指南》表明，有约2 000家保险公司、投资基金持有这支股票以及其他一些股票，虽然其中没有银行及其信托部门。在1970年，我们所讨论的机构拥有美国航空43亿股的股份，或是总数的22%，公司于1970年报告说有每股1.3美元的亏损；然后，1971年盈利13美分，1972年则了不起地盈利了20美分。相应的，我们所称的有效股票市场将价格从1970年的底部即13美元推高到1972年创出的有史以来的新高49.84美元——这是当年盈利的250倍。

那么，我们的金融机构有没有阻止这种对股票的愚蠢的投机行为呢？在股价上升的过程中，他们可曾售出其所持有的股票，以便将获利套现，并在其投资组合中去除一支价值被高估的股票呢？

相反地，那份《指南》显示，在这一时期，机构投资者实际上将他们的持有量提高为67亿股，或者说总数的50%，这些股票由143个机构所持有。最近的数据是1974年的，它显示基金等117个机构仍持有57亿股或是总数的20%。（同时，公司报告说，在1973年公司出现创纪录的4 800万美元的亏损，价格从1972年的50美元下跌为1974年的7.5美元。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从这一故事中很难看出机构对“有效市场”和合理股价做出了如何英勇的贡献。

越来越多的机构将会认识到他们不能期望从其股票投资组合中获取高于市场平均数的收益，除非他们有超出一般水平的金融和证券分析家。从逻辑上讲，这将使一些机构趋向于接受标准普尔500种工业股票指数的结果作为其可期望收益的典范。这将进一步促使采用标准普尔500种工业股票指数或425种股票指数的成份股作为实际的投资组合。如果这被证明是现实的，客户们会质疑所收取费用的合理性，这是他们支付给金融机构以处理这些投资的费用。（附带一句，如果我所说的人们趋向于将标准普尔指数成份股作为投资组合的半认真的预言能够实现的话，我们将会有一个讽刺性的回归，回到50年前就已存在的一种股票投资方式。第一批投资基金是真正的信托，而且是固定信托。投资组合在一开始就被确定，而且一经确定就不再更改。只有在条约规定的情况下，投资组合才可以变化。）

对我所建议的固定基金（fixed-fund）形式作一下变更，这将给金融工作者的工作留下更多余地。这种变更的基础是，把股票投资组合的初始组成假定为标准普尔指数成份股，或者更为简单的是道·琼斯工业股票指数成份股。操作经理或决策者会被允许对某些股票做出替换，但前提是有令人信服的证据说明所替换进的股票每一美元价格所具有的内在价值明显比被替换的股票为多。对这种对原始股票投资组合的偏离决策者应负相当重要的责任。结合这一点，这种投资方式可能在一定程度上提高实际的业绩。无论如何，这也使金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析这一行业有点事情可做。

事实上，在本文中我强调指出，现在道·琼斯指数和标准普尔指数的价位相比起许多低市盈率的股票而言是太高了。如果这种观点是正确的，那么任何一位能胜任其职业的分析家都会发现，现在有一个获得报酬的好机会，即推荐一些更有利可图的企业来取代这些指数成份股中的某些公司。

当我为投资于股票列举理由时，请记住——尽管，或者说正因为机构投资者对股票已失去了信心——我并没有建议任何一位投资者应将资金百分之百地投资于股票。相反，我认为每个人的总体投资组合中最少应该总是拥有25%的债券，同时相应地最少拥有25%的股票，其余一半资金可以在两者间进行分配，既可以是惯常的一半对一半（可以根据显著的价格变化进行调整），也可以根据一贯的保守投资策略，在债券比股票更具吸引力的时候，把债券的比重提高到50%以上，当股票显得比债券更具吸引力时则反之。

股票在人们的投资组合中成为重要部分，是因为其他投资选择缺乏流动性而不能形成市场吗？对于这一问题有各种不同的回答。首先当然是，将资金投入于长短期债券并不会损害流动性。第二，我可以说，在一个真正的投资计划中，流动性自身是相对不重要的,因此，有太多关于价值的考虑因为假想投资需要迅速变现而被忽略了。但第三点是，我不能说，在把没有产出的对象——例如油画、商品等——当做普通股之外的投资渠道时，应该在多大程度上考虑流动性因素。我的感觉是，在这种时候，考虑到不存在产出——而债券则每年能有8.5%的收益——在进行投资决策时不能为流动性所迷惑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数化的经济和受控制的经济

“指数化的经济”是什么意思？我在此前曾就通货膨胀对股票市场的影响阐明过自己的观点，我觉得指数化的经济——就米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)在最近的建议中所表达的意思而言——是太不切实际和太遥远了，在此不能对之进行严肃的讨论。在工会的工资谈判以及养老金计划中，合同应就生活费用的变化进行调整，这也是经济指数化的一种表现。以前也曾有过指数化的债券，它由罗明顿-兰德（Remington-Rand）公司在依文·费希尔（那时是该公司的一位董事）的要求下发行。这种债券根据生活费用指数改变其利息支付。可以想像——虽然并不是说很可能——这种思想也许会重新流行。然而，我们现在所看到的是越来越多的借款合同让利息随同当前债券收益率或银行借款利率变化。随着花旗集团6.5亿美元于1989年到期的浮动利率票据的发行，看来浮动利率融资工具将会像潮水一般涌出了。

自40年前的罗斯福时代开始，我们都开始习惯于多少受点控制的经济了，因此我们应该习惯于它对一切事务包括对股票的影响。基本上，政府对经济的干预对普通股价值会产生两个相反的影响，通过对货币危机和像1935年那种大规模衰退的预防，干预经济极大地有利于普通价值的提高。但经济管制和其他许多对商业活动所加的重负所造成的混乱，又减少了公司利润。直到现在为止，总的影响看来是有利于股票价值的——或至少是有利于其价格的。通过将道·琼斯或标准普尔指数在1949年之前和之后的走势进行比较，这一影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响可以一眼看出。作了这一比较后，从1969年到1970年和1973年到1974年的价格下挫显得只是在价格总体上行过程中的小规模回调而已。因而经验说明，在最后一个问题中包括的对股票的各种不利因素与普通股过去所面对和克服的障碍并无多大不同。我的预测是，股票未来也将会克服这些困难。

但我必须提到在我前面引用的资料中未曾涉及的对普通股价值形成威胁的因素。那就是公众由于金融界近年来的作为而对整个金融界信心的丧失。我坚持认为华尔街内部比其外部对普通股价值和股票的未来前景造成了更多的损害。爱德华·格本（Edward Gibbon）和奥立弗·哥德史密斯(Oliver Goldsmith)都写道："历史无非是人类罪恶、蠢行和不幸的记录而已。"这句话也适用于1968到1973年的华尔街，但其重点更多地在于罪恶和蠢行，而不是不幸。

金融机构和许多个人投资者做了许多不慎重和低效的经营活动，奉行着不正当和低劣的道德准则，他们没有贫穷或无知作借口来减轻这种过错的严重性。我甚至没有时间列举他们这种行为和错误思想的种类。只需举一个令人难以置信的例子：有谁听说过有哪个行业由于接下了自己难以处理的业务而几乎全行业破产？那就是1969年发生于我们所自豪的纽约证券交易所的事，它的研究室一片混乱，证券丢失以及诸如此类的情况。在同一时期的许多公司，其金融行为的荒唐也绘就了同样令人难过的图景。

可能需要许多年，以及新的法规，来使公众恢复对华尔街的信心。在此期间，股价将缺乏活力。但我想真正的投资者会为之高兴而不是泄气，因为他可以将其新的积蓄投资于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常令人满意的渠道。对养老基金经理，尤其那些每年有大量新增资金以供投资的人来说，这一前景更为诱人。5年前有谁会想到竟能买到年收益率为8%到9%的AAA债券，以及年收益15%或更高的优良的公司股票。今天这种机会为我们提供了比近来某些人的设想更有前途的投资途径，那种荒唐的想法是：通过把股票在机构间以持续上升的高价转手，使市场增值25%，如果真有这种做法的话，那是在尝试用自己的鞋带把自己拉起来。

请让我引用我最喜爱的诗人维吉尔（Virgil）的诗句作为结尾。在位于华盛顿的农业部大楼的大厅楼梯顶部有一幅巨大的图画镶板，其下铭刻着这句话：

O fortunate nimium...agricolae!

维吉尔的这番话是对他那个时代的罗马农夫而言的，但我愿将它送给现在和未来普通股的购买者。

"啊，不可避免地，你们是幸运的投资者，只要你们明白现在你们所拥有的优势！"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

职业投资

对于证券分析师我们没有评分系统，因此也没有淘汰机制。这也许是合适的。我们将我们一生致力于向客户提供实实在在的建议，但这些建议，我们都不能向自己或客户证明我们最终是否正确，这确实令人奇怪。一个优秀的证券分析师的价值毫无疑问应该建立在其多年向客户提供建议总结的结果之上。

《证券分析》杂志

1946年第一季

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当本·格雷厄姆在美国国会参议院银行货币委员会提供作证时，他的证词描述了华尔街是如何运作的，提出了一些独特的见解。参议员詹姆·福莱瑞特先生坦率承认他对投资知识的欠缺，他问了许多我们如果有机会问格雷厄姆时也会问的问题。格雷厄姆先生用了简单而直接的语言，描述了他和其他投资者所做的一切，并讲了他个人对此的评价。

无论什么时候当我们重读本·格雷厄姆的演讲，都可以看出，他抓住了观众。从中可以明白为什么本·格雷厄姆是个深受大众欢迎的教师。在他的国会的作证词和其他作品有关部分，格雷厄姆传递了当时一个革命性的信息：他要使证券分析师的工作有一个职业地位，而且他知道如何去实现这一目标。

在格雷厄姆开始对金融分析师进行培训、测试、资格认证之前，证券分析师的工作仅仅就是一份工作，而没有地位。而格雷厄姆知道这份工作需要特殊的技能，这份技能应该有标准的测试和社会衡量标准。除非这一切都做了，否则证券分析工作将永远不可能得到社会的充分尊重。尽管当时许多人反对，他仍孜孜不倦朝着这个方向努力。感谢格雷厄姆的坚持以及他学生的辛勤工作，今天拥有CFA（注册金融分析师）证书成了可资炫耀的资本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章

通往证券的科学分析之路

——金融分析师协会全美联合会第五届年会会议记录[⊖]

尊敬的各位主席、各位成员、女士们、先生们，全国联合会授予我极大荣誉，指派我在本届年会担任这个重要职务。作为报答，我应立即开始这严肃认真的话题。可是，此时此刻恐怕你我都并没觉得非常严肃。西部人非常殷勤好客，在大学院长韦特的鸡尾酒会中，我听到一位夫人对其丈夫说，“汤姆，你还敢再来一杯？你的脸已开始变得模糊了。”（笑声）而我，作为一名证券分析师，则携带着一本《圣经》，登上了开往芝加哥的一班特别列车。于是我的一位朋友对我说，“吉姆，你带着《圣经》干什么？”我说，“哦，按照日程安排，我们

⊖ 载于《分析师》(The Analyst Journal)1952年8月号，经允许重印。1952年金融分析师协会，夏洛特维勒，弗吉尼亚，版权所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应在5月15日，也就是星期六到达新奥尔良。关于这个城市我已经听说许多——那里的表演、美女、美酒及赌博——那将令人惊奇、愉快。”朋友又问我：“那么你带着《圣经》将要干什么呢？”我回答道：“如果它正如人们说的那么好，我或许会逗留到星期天。”（笑声）

既然如此，这好比说，你们所有人都将逗留到星期天，因为我正在着手我的说教——通往证券的科学分析之路。

经过本周精心而积极的活动，人们不禁会认为：证券分析师和证券分析终于成熟了，并正继承他们所有的遗产——尊严和权力。但是，我现在的目的不是恭维各金融分析师协会取得的进步——尽管它是激动人心的——而是号召大家进一步努力，以取得更大的成就。自大学以来，我一直把戈斯(Goethe)借奥瑞斯特斯(Orestes)之口所说的那句话作为我最喜欢的座右铭，即：

已做的，微不足道，会很快从你凝视的眼眸中逝去。展望未来，仍有许多未竟之事。

我的主题在一年前就已选定，然而碰巧与上一期《分析师》的主题不谋而合，它致力于研究“自然科学对证券的影响”。它强调的是自然科学在我们所投资的各类行业中有些什么作为。我们今晚的主题则是，探索如何把科学的观念运用于证券分析本身的过程和结果之中。我确信，你们之中没有人会指望我给出有关“如何科学地分析证券”完全成熟而又清晰明白的解释。的确我不能——正如我朴实的题目所暗示，对于该领域快速地浏览，对于大量问题的提出，还要留下来由你们自己以后解决，或许对于那些可能会有助于我的同事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们在我们“醉人的葡萄园”工作的一些建设性的意见，你们都必须感到满意。首先，我对我的谈话缺乏幽默感表示歉意。在这个领域，同时兼顾趣味性和相当的科学性，看起来似乎并不可能。

科学的方法

正如H. D. 沃尔夫（Wolfe）在上期杂志发表的论文“科学作为一个值得信赖的工具”中指出，对各种事件的广泛的观测和记录，种种合理的与似是而非的理论或公式的建立，以及通过相当可靠的预测媒介对他们的证实，都包括在科学方法的各种因素里。既然存在众多科学的及准科学的学科，因此建立在这些学科基础之上的各种预测，其性质因基础不同，相互间会有很大不同。

麦克风是一个极端的例子。电机工程师把麦克风仔细装配好后，能够预料到麦克风会将其接收到的声音马上扩大。这项预测是准确的，其事实也是即时的和毫无疑问的。让我们把心理分析——一门有时可以与我们证券分析相当的学科——作为另一个极端，其预测和确认更不确定。一个外行，为其家属成员的心理分析这种治疗负担经费，他对于疾病的性质、这种治疗的方法和其疗效期及其可能治愈的程度，诸如此类的细节，很容易有点儿模糊不清。他惟一所能准确预见的是这种治疗每小时的费用。保险精算学是一门介于这两个极端之间的学科。保险精算学，在我看来，与证券分析的科学性之间的联系较其他学科更为紧密。人寿保险精算师就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

死亡率、投资存量的回报率以及影响费用和利润的因素做出预测——在所有情况下，都很大程度是建立在对过去的经验认真分析的基础之上，并考虑到发展的趋势和新的因素。根据这些预测，并借助数学工具，他为不同的保险种类制订出合适的保险费率表。他的工作和结论，对我们而言，最为重要的是他不是处理个别事件，而是处理大量相同事件所可能有的总结果。风险分散是保险精算学的本质所在。

因此，我们有关"科学的证券分析"的第一个具有实际意义的问题是，证券分析是否具有精算的特性，是否把风险分散作为它的基本因素。一个似是而非的回答可能是，风险分散对于某些类型的证券分析和其分析对象是不可或缺的，而对其他则不是。让我们对于证券分析所要达到的目标进行分类，并考察风险分散的因素在每一类中是如何运用的。同时，对于在每一类中运用的科学方法和预测手段，我们或许会提出其他种种问题。

我建议我们工作的最终结果归结为四大类，分别如下：

（1）选择安全性有价证券，即债券类。

（2）选择价值被低估的有价证券。

（3）选择成长型有价证券，即有望比平均盈利能力增长快得多的普通股。

（4）选择"近期机会"，即选择股价有上涨前景的股票，在短期，比如说未来12个月里，有望超出平均水平的普通股。

这个清单并没有包含股市分析及以此分析为基础而做出的预测。请允许我对该要点加以简要评论。如果证券分析是科学的，它就可以不依赖市场分析而独立存在。人们很容易完全抛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开这一点而认为，如果市场分析做得好，证券分析就显得没有必要；而要是市场分析做得并不好，那么证券分析就不需要借助市场分析。不过，以这样的态度对待一大批著名的证券分析师兴趣爱好所在的活动领域，或许是太傲慢了。股票市场分析和证券分析结合可能会比仅做证券分析要好得多，这是一个可以想得到的建议，但或许似是而非。但是，那些主张这一观点的人必须负责向其他人以毫不含糊且令人信服的方式证实这一点。当然，迄今为止，刊印发行的记录微不足道，以致于不能保证将两种分析方法结合起来就科学了。

四 大 类

请回到我们归纳的证券分析的四大类。选择安全性债券和优先股，虽然不是我们金融分析师协会最激动人心的工作，但的确是最令人看重的。这不仅仅是因为其本身很重要，而且因为我们的其他工作可以从中获得有用的类推启示及洞察力。债券分析注重某债券过去的绩效，认为对于未来的市场变化和风险应持保守观点，并据此对绩效加以调整。这主要依赖于无风险收益，而无风险性来源于企业债务对总实际价值的较小比率。这要求投资广泛分散，以保证取得的总成果具有代表性或达到平均水平。这些观点已使债券投资成为一个相当科学的过程，这正是我们金融机构的实际做法。实际上，债券投资目前看起来像是保险精算学的一个分支。有趣的是，一个人买人寿保险，如果保额为1 000美元，则他每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需缴保费34美元（注：很可能应是35美元），这与用1 000美元买长期债券，每年也获利35美元，有许多相似之处（也有一些差异）。经过计算，年龄为35岁的男子的死亡率大约是每年4‰或0.4个百分点。那些财务和经营状况极好的公司企业，适合用一个相当的“死亡率”来估计其较高级别债券的投资风险。因而，这样的数字，比如说0.5个百分点，或许可以极好地估量最好的公司企业的债券与美国政府债务之间的风险和收益差异。

债券投资的科学程序

国立经济研究局和其他机构对大公司债券进行研究，当该研究做完后，证券分析师就有大量的统计数据和调查结果可以利用，这样，债券投资理应带有更多的科学程序的特点。我一直认为，我们职业的最大缺点是，我们虽然通过运用种种原理和技巧，进行了证券投资，但是不能对投资结果做真正广泛的记载。我们曾向别人要求关于他们操作的大量数据，但在把与我们工作有关的清楚而充分的数据进行编纂方面，我们远远落后。过一会，我将就此提出建议。

选择价值被低估的证券

选择价值被低估的证券，与投资于安全性债券或优先股之间，因为存在逻辑的联系，所以成为我开列的清单的下一项。无风险收益，对二者来说，是一个很重要的概念。特别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地，如果证券分析师能够明确地断定，某公司作为一个整体的价值远高于其所有证券的市值，那么该公司的普通股价值就被低估。这与债券选择极为相似，债券选择也要求企业的价值远高于其负债。但是若某普通股价值被低估得以确认，则从中获取的报酬，当然会比债券投资丰厚得多。因为，就一般情况而言，价值确实被低估的股票，其所有或相当一部分无风险收益最终应变现为利润，为该股票购买者所获得。

与此有关，我想提出一个广泛而又富有挑战性的理念，即从科学角度来看，普通股作为整体，可以被当做一种价值在本质意义上被低估的证券形式。这种观点源于个别风险与总体风险或集体风险之间的基本差异。比起债券来说，人们要求从普通股中获得高得多的红利收益和更高的超额收益，因为单支普通股的风险损失，就平均而言，毫无疑问比单支债券大得多。然而，由于普通股整体上有一个很明确的上扬趋势或称长期上升动向，因此历史经验表明，一组经分散投资的股票，其风险损失并不一定比债券高。这一点，反过来也可以根据本世纪初以来国民经济的增长、未分配收益的再投资及较严重的净通货膨胀趋势加以说明。

火灾和伤亡费率

在此与火灾和伤亡保险费率做类比。人们愿为火灾保险支付的保险费大约是他们自己要承受的风险损失（根据保险精算来确定）的两倍，因为他们不可能自行承担个别风险。同样的道理，普通股的总报酬看起来一直是其真实总风险所要求的两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍多。在这一点上，它们之间这一有趣的联系，自1899年以来，一直在道·琼斯工业平均指数的K线图中显现。上线和下线恰巧都以每10年⅓的比率扬升。你可以将其视为在美国E系列储蓄债券实现的2.9%这一复利利率。这意味着持续投资于道·琼斯指数的投资者已获得的本金增值与储蓄债券支付的利息相当；此外，道·琼斯成份股投资者每年还从所持股票中获得年终红利，这是高于政府债券利息的额外收益。

我刚才详加阐述的推理过程，我认为，从科学角度看是合理的，但就心理角度而言却是危险的。其合理性依赖于债券收益与股票市盈率之间显著差异的维系。如果，恰如20世纪20年代所发生的那样，这个理论被扭曲成一种宣传口号，说普通股不管售价多高都是有吸引力的投资，那么，我们将由起初的科学家，到最后沦为掉以轻心、时运不济的赌徒。股票和债券的风险持平这种趋势显示了绝大多数“正常的”牛市高层次的特征，这一断言是一个客观的概括性论题。这些较高的估价，在纯理论中或许确实不无道理，但是，作为实际中的证券分析师，我们必须牢记的很重要的一点就是，当你为购买普通股支付了其全部价值后，就产生了在以后看来你当时支付得太多的巨大风险。

个别价值低估

现在让我们把视角转向我们更为熟悉的个别价值低估这一领域。在此领域中，我们的工作可以很方便地通过科学程序进行广泛观察，并以其结果验证预测或者假说。我们必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对价值低估理论的起源做出解释。事实上，对它的解释多种多样，总地说来它来自于所谓“市场价格病理学”（Pathology of Market of Price）。个别价值低估的来源有明显的原因，如低得过分的红利或者盈利水平暂时下降，有更加微妙而且特殊的条件，如资本结构中普通股比例过高，或者甚至是因为存入银行的钱太多，其间还有其他多种原因，如牵涉重大诉讼，或不同业务的结合，或采用现在废弃的控股公司这种体制等。

对价值低估起源的理解

时至今日，价值低估的起源得到较为充分的理解，并无疑可以确定为一项普遍接受的科学研究。然而，我们对价值被低估的解决办法了解不是很多。在多大比例的情形中，被低估的价值得以修正？修正是怎样或因何发生的？这个过程需多长时间？这些问题提醒我们关注那些我们一开始就提出的关于心理分析的问题。但是我们确知的重要的一点就是，在分散化的基础上购买价值被低估的证券的确可以产生持续获利的结果，这样我们就拥有了可以进行更加科学化“耕耘的”沃土。在跨越多年的时期中，巧妙而系统地进行演绎性研究，几乎肯定是获利匪浅的。

选择成长股

证券分析的第三个目标是选择成长股。目前这一过程有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少科学性，它可能达到多少科学性？这是个难题。大多数成长性公司自身与技术进步密切相连，证券分析师通过选择股票，也可以说是抓住了科学的依据。在为时一周的会议日程里，在40多次上工厂的实地考察中，各位无疑会将重点放在新产品和新流程的发展上，而这些又将强烈影响你们对不同公司长期前景的判断结论。但在多数情况下，这主要是定性分析方法。你在此领域里的工作，如果不是建立在可靠的度量的基础之上，也就是说，对未来盈利作特定或最小的推测，和根据以往经验以相当谨慎的特定比率或乘数把目标利润资本化，那么，它还能是真正科学的么？是否能为未来的成长确定一个价位——低于此价位购买股票是明智的，高于此价位则过于昂贵了，或者无论如何都是在投机？如果预期的成长不能实现将导致怎样的风险？如果市场对于有利前景的判断出现了重大的下调将导致怎样的风险？必须在对此进行大量系统研究之后才能够对这些问题做出可靠的回答。

前科学化阶段的股票投资

此时，我不得不说成长股投资仍处于前科学化阶段，与无风险债券或价值被低估的证券的选择相比，对成长股的选择既更加吸引人又更缺乏精确性。在成长股领域，收益概念模糊不清也并没有在另外两类证券分析中所具有的重要性。诚然，成长性中也有安全性，而且，我们当中的一些人甚至会宣称只有在成长中才存在真正的安全。但对我而言，这些更像是宣传口号而非科学地系统阐述并评定的命题，而且，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在成长股领域中选择的成分是如此重要以致于分散化退居第二位并且其地位模糊不清。可以像把所有鸡蛋放入一个最好的或一些相对较好的篮子里那样，把所有的钱用于购买一支或几支成长股。于是，在证券分析的这一分支中，统计成分可被忽略，而这种情况无疑妨碍了真正科学化的步骤与结果。

反向关系

在成长股概念与价值被低估的证券理论之间无疑存在着有机的而又反向的关系。成长性的吸引力恰如潮汐的吸引力导致一片水域出现高潮，而另一片水域出现低潮那样，使得被认为是高成长性的公司股价上扬而低成长性公司股价下挫。在某种意义上，我们可以通过使用被认为是低成长性公司企业的最低业务价值作为标准来科学地衡量这种影响造成的股价变动的效应。让我们通过例证来将此想法应用于低于其由分析决定的价值、基于同样的原因，超级石油公司（Superior Oil）或科恩县土地公司(Kern County Land)的股价必然会高估。

最后，我来谈谈经纪公司和咨询公司的标准业务，即选择那些不久之后市场价值将进行有利变动的证券。通常的假设是，如果盈利水平将提高或红利将增加，则股价将上涨。因而业务过程主要包括确认并推荐那些近期将增加其盈利的或红利的公司。众所周知，这项工作会遇到三种基本的风险：短期的改进并未发生；股票现价已将未来的改进反映在内了；出于某些其他原因或不为人知的原因，股价不按其所应当变动的方向进行变动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻求自我判断

我的结论和一项具体的提议是：证券分析现已达到了可以通过已有的统计工具，达到可以进行持续不断地寻求自行检验的阶段。我们应当搜集大量的证券分析师的研究推荐的成果，根据其目标不同进行分类（也许分为本文建议的四类），然后，尽力判断其准确率和成功率。作此记录的目的并非要显示谁是好的或谁是差的证券分析师，而是要表明哪些方法和途径是明智的和有效的，哪些不能经受实践的检验。

这一建议，最初在我的一篇以"深思者"为笔名的文章中提出，该文章发表在6年前《分析师》上。那时我写到："如果对个人和集体分析推荐成果的正确性缺乏合理地确定和也许合理的检验，证券分析不大可能发展到职业性的高度。"

纽约证券分析师协会现在正在采取正确的第一步以建立一个准职业性的评级制度或向达到特定要求的证券分析师授予头衔。这一举措几乎肯定将使本行业最终发展到职业化程度。全国联合会及其下属各协会开始系统地积累历史案例的时机已经成熟，这样先前的证券分析师们所拥有的持续不断的、不断增长的知识和技巧，才可能被传达给未来的证券分析师们。

当这项工作顺利进行之时，我们可以谦逊地但充满希望地说，证券分析开始成为一门科学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章

在美国参议院银行货币委员会的见证词

影响股票买卖的因素[⊖]

84届国会第一次会议，1955年3月11日，星期五

主 席：下一个证人是本杰明·格雷厄姆先生，格雷厄姆先生是纽约的格雷厄姆-纽曼公司的总裁兼董事长。格雷厄姆先生，今天我们非常荣幸与您共度这个上午，我们都在期待着您的演讲。

格雷厄姆先生，您是宣读准备稿，还是略述一遍？

格雷厄姆：如果可以，我愿意先略述一下。

主 席：好的。

格雷厄姆：但首先我先要做一个更正声明。

⊖ 摘自《股票市场研究》根据美国国会货币银行委员会在1955年3月11日举行的关于影响股票买卖的因素的听证会的录音整理而成的。并附有格雷厄姆-纽曼公司的董事长本杰明·格雷厄姆准备的演讲稿。是由华盛顿特区美国政府文印办公室提供。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：请。

格雷厄姆：我不是格雷厄姆－纽曼公司的总裁，只是董事会主席。另外需要说明的一点，我也是这个城市的政府雇员保险公司的董事会主席，这个公司虽小但却是通用伍德·沃德保险公司(General Woold's Allstate Insurance Co.)的有力竞争者。我们模仿了西尔斯·罗伯克公司(Sears Roebuck)的利润分成计划，效果很好，对该计划我们给予很高的评价。

在演讲中，我准备讲述三个主题：首先是从价格与价值的关系来看待当前股票的价格；第二方面是1953年9月份以来股票价格上涨的原因；第三个方面是在未来可用于控制过度投机的方法。

关于当前股价水平问题上，我的研究得出的结论是：绩优工业股基本上没有被高估，但它们也绝对不便宜；价格正处于一种危险中，价格有可能变得高得离谱。

在这一点上需要进一步说明的，当我在我的演讲稿中说明绩优工业股价格时，我已经准备接受来自各方的指责，说我没有考虑到股票市场由上千种股票组成而且每种股票有不同的价格模式。而事实上在最近几年市场模式逐渐统一，市场模式的演化已经反映在各种各样股票的市场价格上——不管是绩优股还是次优股。

在1953年9月份以来市场价格上涨的问题上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为应该是投资和投机情绪的变化，而不是经济基本面因素变化 我想指出的目前的发展伴随着一种危险，因为对市场看好之后必定是对市场看淡。

最后，对于在未来控制过度投机的可行办法，我同意美联储在投机活动上涨时采用提高储备金的办法。

通常我认为价差投机对公众来说是不太合适，因为对于一般公众而言代价昂贵，这种投机适合由那些具有丰富经验和能力的人来操作。

我同样认为临时修改资本利得税可行，如果这方法能切实提高市场上股票供应量。

我希望下面由各位对以上内容提出问题，而不是由我对上面的观点进行进一步的阐述。

主　　席：非常感谢，格雷厄姆先生。就你自己公司而言，你们是否投资于在市场上具有代表性的最佳股票，或者用其他规则来指导你们的投资活动。

格雷厄姆：不，我们还没买过市场上的领头股。我们的业务具有特殊性质。我们强调购买那些卖出价低于其内涵价值的股票，充分利用众所周知的所谓“特殊环境”。

主　　席：您是否介意用通俗语言来为我们描述一下。你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道你是在对一个委员会演讲，而其成员对投资几乎一无所知。您是否能具体讲一下什么是“特殊环境”，以及你如何利用“特殊环境”？你又是如何判断一个“特殊环境”下，股票价值是否被低估？

格雷厄姆： 在证券高估和“特殊环境”之间存在一个细微的差别，下面我将把这个差别解释一下。

首先，谈谈华尔街所谓的“特殊环境”。它是指被考虑股票有可能存在价值上涨，其原因与一般意义上的市场价格变动无关，而跟公司的发展变动有关。这些情况指资本重组、或机构重组、合并等。例如“特殊环境”的典型例子就是一个公司被托管进行机构重组。因为公司被托管，所以其市场价格低于内涵价值。当机构重组完成时；其正常价值也就确立起来了，因此持有该公司股票通常就会有获利。市场上这样的例子层出不穷。吸引公众的兴趣也是很好的例子，公司为了迎合投资者的偏好，把股票按低于其价值的价格出售。一旦股票在市场上流通，其价格会大大的超过公司的价值。至于一般意义上的非“特殊环境”下的股票价格低估，它是基于一系列证券分析得出的结论，通过研究企业的资产负债表和收入账户而认为市场价格低于其内涵价值，即价格低于公司的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　席：如何评价管理对价格的影响呢？

格雷厄姆：在评价对一个在市场上占主导地位公司的股票价格的影响的因素时，管理是最重要的因素之一，同时对一般公司的股票价格也具有重大影响。没有必要，也不可能长期控制一个公司的价值，因为如果管理水平落后就会有市场力量强制其提高管理水平，从而提高了公司的价值。

主　席：当你处于“特殊环境”中，买了许多股票，你通常是否要控制该公司？

格雷厄姆：不，这是非常例外情况下才做的。我想说的是在最近几年中我们投资了约400家公司，但在其中只有4～5家公司我们有兴趣取得控制权。

主　席：你的意思是如果你认为管理水平差，你就会取得管理权，是不是这样？我的意思是管理是导致股票价格低迷的最主要原因的时候

格雷厄姆：这也许是我们寻求控制权，希望提高管理水平的原因。

主　席：你是如何取得大量股票而不引起市场价格波动的，你是以你自己的名义，或者是通过其他什么方法取得股票的？

格雷厄姆：有两种方法。第一种方法是在市场上长时期购进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该股票，另一种方法是出标购买一定数量或不限定数量的股票。这需要让公众知道，所有的股票持有者都有机会决定是否接受这个价格，向我们出售股票。

主　席：我的意思是，假定你处于“特殊环境”中。你经过仔细分析和辛勤工作后，你认定某股票的价值是被低估了，这是一个绝佳的“特殊环境”。于是你开始在市场买进股票。在市场上购买股票，就会让其他人知道你的动机，每个人都将知道你在干什么。我不明白你是怎么做的，而不让市场知道。

格雷厄姆：让别人知道我们的动机，这种情况有可能发生，但在通常情况下是不多见的。我可以给你举个例子。在我写的一本书《聪明的投资者》中，我举了一个股票价值低估的例子。北太平洋铁路公司的股票在我第一次分析时价格为20美元，后来降到14美元。我们决定买一大笔该股票。我是说经过两三次分析该公司财务报表我确信我们应该买该公司的股票。我们走在市场前头买进了5万股而对市场价格几乎没什么影响。

主　席：该公司一共有多少股？

格雷厄姆：总计约2 500万股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席： 这是一个相当大的公司了。

格雷厄姆： 是的。但对我们来说这是很大一笔投资了。在其他一些例子中，公司股票流通量相对少一些的时候，公开市场取得股票不是太可行的。通常的方法是出标购买，即来通过公共渠道取得股票。

主　　席： 在通过信托公司购买或其他代理人购买时，你无须为你认为的“特殊环境”保密做出任何努力？

格雷厄姆： 在大部分买卖中，绝大部分买进股票都是跟其他人一样通过经纪人公司进行的，经纪人代表我们工作，因此也不会有保密可言。

主　　席： 就你所知，是不是在购买股票时有许多保密的例子。

格雷厄姆： 我想你可能是指从公开市场上取得公司股票的。事实上只要通过公开市场上购买股票，都有不同程度的保密。也就是说，没有人会公开宣布他或者他的集团正在购买某公司的股票。从商业角度来看，如不保密是不明智的。有时流言新闻四处散播，但通常多是非官方的。有一些例子，相对说数量较小，取得公司股票是通过有名的银行或信托公司来办的，而真正购买者是不公开的；而在其他例子中，购买者的名字是公开的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：我们曾受到公布购买者身份的建议，但我不知道现在市场上购买股票具体的过程是怎样的，你们是否也曾经这样做过。你能否描述一下你如何取得公司控制权而又不泄露你身份。如不方便的话，不一定是你经历的例子。其他人是如何做到的？

格雷厄姆：除了你在公开市场上取得公司控制取的方法之外，就是我前面所说的最通常的方法，即让一个银行或信托公司跟股票持有者直接接触，出一个高于市场价的价格来买进股票，同时说明买股票是为信托公司客户买进的，但不透露客户的姓名。

主　　席：是不是在股票交易中没有权利要求购买股票的信托公司公布信托人。他们无须说“我们为琼斯先生或史密斯先生买股票”。

格雷厄姆：是。很明显地无须这样。

主　　席：于是就有一个比较通行的方法，就成立一个公司在股票市场代理你们进行股票交易，这样就没有人知道你们的信息。

格雷厄姆：是的。但不是成立信托公司。通常是成立一家经纪人公司。

主　　席：一个经纪人是否必须说出他的客户。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：不，不用说出。这是华尔街经纪人与客户之间关系的基本准则之一，决不说出客户的姓名，有关当局有合法理由进行调查的情况除外。

主　　席：是的。这确实是一个重要的例外。如是委托信托公司购买股票的情况又怎样呢？如果大通银行购买股票，美国交易所主席向他们询问为谁购买股票，大通银行会怎么做呢？如果是通过经纪人购买股票，经纪人遇到同样的情况又会怎样做呢？

格雷厄姆：纽约证交所主席对交易所成员之外的任何人都没有约束力。

主　　席：这确实是个重要的事实。通过经纪人购买股票，证交所主席能够了解到受益人的信息；通过信托公司，则证交所主席没有这样的权力，是这样吗？

格雷厄姆：对于证交所的主席来讲，确实如此。因为他有权管理经纪人，而对信托公司则没有办法。

主　　席：谁有这样的权力呢，是SEC（美国证券监督委员会）？

格雷厄姆：我不能确定股票交易所是否授权其主席向经纪人询问他们客户的名字或交易情况，但我可以肯定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是在股票交易所调查自营交易时，有关这方面的情况是可以询问，而且被询问者必须如实提供有关情况。

主　　席：我知道对于证交所的管理人员出于维护纪律目的，他们有权力询问交易情况，但对此我不能十分肯定。

格雷厄姆：我也相信这一点，但我也不确定。

主　　席：现在假设有一场争夺公司控制权的战争。希望继续控制公司的股票的股票持有者急切想知道他们是否应该投入战斗还是老老实实卖出股票，于是在这种情况下购买者的身份对他们来说极其重要，是这样吗？

格雷厄姆：如果你指控制权之争是指代理型战争，通过代理机构来获得公司大部分股票权的购买者的身份对于原股东是极其重要的。代理规则要求购买者的身份是绝对要公开的信息。至于股票买卖，那是完全不同的另外一回事，股票市场交易规则允许匿名买卖。如果每次买卖，交易者都要公开身份，那会出现一些令许多人尴尬的情况。

主　　席：当然。公开交易身份并不经常发生，但无论何时一旦面临调查都需要公开。是吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：据我所知，公开交易情况被限制得相当好，只仅限于犯罪活动。在我的记忆中从没有一起交易的交易方的姓名被公开，即使当局认定他们是交易者，也仅仅因为他们碰巧买了股票而已。

主　　席：你还记得路易斯·波特兰水泥公司（Lawrence Portland Cement Co.），你是否曾试图取得该公司控制权？

格雷厄姆：是的，记得我们曾经和当时的最大股东或是第二大股东进行了联系，我们是出标购买一定数量的股票的。

主　　席：你们成功了吗？

格雷厄姆：没有成功。市场价格后来高出了我们的购买价，结果，我们一份股票也没搞到。

主　　席：你是否认为那些人知道了你的意图而且也相信你的判断，因此在你想取得控制权之前，股票价格开始上涨。

格雷厄姆：恰恰相反。事实是公司股票本身上市，导致了其价格上升并超过了我们的出价。

主　　席：我不知道如你们成功会是一番如何景象，难道你们不能从公开市场上购买到相应数量的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：不能，但我们向股东持有者以高于当时市场的价格无条件收购不限数量股票。

主　　席：你们的出价是多少？

格雷厄姆：我想是每股26美元。

主　　席：大约什么时候？

格雷厄姆：约4年以前。

主　　席：现在的价格是多少。

格雷厄姆：我不知道。

主　　席：在这期间股票是否分割过？

格雷厄姆：是的，而且公司的名字也已经改变了。

主　　席：现在公司名称是什么？

格雷厄姆：加根·波特兰水泥公司（Dragon Portland Cement Co.）。

主　　席：有人告诉我，如果包括分割因素，现在约每股130美元，这证明了当初你的判断是正确的。

格雷厄姆：我也希望我们曾经成功地买入股票。

主　　席：你们真的一份股票也没买到？

格雷厄姆：没有。因为我们的出价购买股票是有时间限制的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们以高于市场价格向股票的持有者要约收购，本以为会收购到大量股票。但是正如我前面所述，公司的管理层不希望我们要约收购成功，于是介入市场，把价格推升，从而股票的市场价格高于我们的收购价。其结果是，股票的持有者没有向我们出售股票，我们是彻底失败了。

主　　席：我现在不能确信，你是否愿意继续讨论这个案例？

格雷厄姆：我不是十分介意。我不知道谈到什么程度才会对委员会有用。如果对委员会有用，我不反对继续讨论。

主　　席：我个人不希望谈论这件事使你尴尬。你所说的一切，我已经完全了解。惟一的原因就是因为我们已经请了很多人来讨论一般原则，而没有一个人是我们认为的活跃交易商。而我们认为你是实际领域的佼佼者，完全了解实际情况。

格雷厄姆：在一般意义上我们从不认为自己是交易商。从技术角度上讲，你也可以这样称呼我们。

主　　席：我想要做的是向大家说明白市场交易者需要共同遵守的程序。如果你不介意涉及你个人的案例，在这方面我将继续问您问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：我丝毫不介意。我们一直为我们公司的成就而骄傲。

主　　席：我认为在加根·波特兰水泥公司案例上，你有点不愿意作更进一步的讨论。

格雷厄姆：并非我不愿意，主席先生，因为在这件事具体细节上，我不能回忆起更多了，而我个人在这件事也不是主角。

主　　席：你能否提供其他类似的争夺控制权的例子？

格雷厄姆：你的意思是类似于路易斯·波特兰水泥公司的例子？

主　　席：是。

格雷厄姆：最近就有一个。

主　　席：是什么？

格雷厄姆：让我回忆一下。我记得是波士顿的一家信托公司。

主　　席：是亚特兰大·西印迪汽船公司（Atlantic Gulf and West Indies Steamship Co.）吗？

格雷厄姆：是。但情况确有不同。你所指该公司的案例，是我们亲身经历的。亚特兰大·西印迪汽船公司情况却是另外一会事。当时我们和该公司的大股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达成了购买股票的协议，购买他手中的大部分股票，同时以同样的价格向市场的其他持股者要约收购，收购价格远远高于当时市场价格。

主　　席：你的主要目标是通过协议还是通过市场来买进股票？

格雷厄姆：协议是和最大股东达成的，只是以同样的条件延伸适用于其他股东

主　　席：是直接与股东达成协议的？

格雷厄姆：完全如此。

主　　席：成功了吗？

格雷厄姆：完全成功。

主　　席：在这件案例中，你完全没有使用中介人？

格雷厄姆：没有。是以我们自己的名义。我个人认为这与前面的例子的区别是：当时，我们早已着手安排购进大量股票。

主　　席：于是你认为这是一个成功获得公司控制权的方法？

格雷厄姆：是的。一开始就通过谈判购买股票是一个行之有效的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：你认为从公众的角度讲，匿名股票买卖是否存在严重问题，尤其在获取公司控股权时，是否会对公众造成损失？

格雷厄姆：议员先生。对此，最近40年我一直关注这个问题。但却从没有一件事例说明不管是否公布交易者姓名，通过要约收购来获取控制权的最后结果是公众受到损失。事实却相反，每当这种事情发生时，公众都会从中受益，因为如果要约收购，公众手中的股票价格就会上涨，比没有要约收购情况下，价格要高得多。

主　　席：你认为交易程序完美无缺？我不是想你争辩，我只是问你自己。

格雷厄姆：议员先生，我曾经有段很长时间在考虑这个问题，对我来说，真正的争论应该是：从公众角度来看，不应该阻止那些对公众而言比市场价格要高的要约收购。

主　　席：你们公司是开放型还是封闭型的公司？

格雷厄姆：从技术上讲，我们应该是开放型公司，而实际上是封闭型公司。对此，让我来解释一下。

主　　席：我将非常乐意听到你的解释。

格雷厄姆：我们是按1940年投资公司法注册的开放型公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就意味着当客户向我们出售我们公司的股票时我们有义务随时按股票的资产净值回购。然而多年来还没有人向我们要求回购他们手中的股票。我们公司的股票一直远高于资产净值。而且我们也从没有向公众出售我们的股票，多年来也没提高注册资本，所以实际上我们按封闭型公司运行，名义上资本一直是固定的。

主　　席：股本是多少？这些是商业秘密吗？

格雷厄姆：不，这些情况什么时候也算不上秘密，我们的这些数字早已公布于众，他们在证券交易委员会有备案，我们发行了5 000股，每股按资产价值计算大约值1 100美元，市场价格当然远高于此。

主　　席：市场价格真的比资产值高吗？

格雷厄姆：是的。

主　　席：但你们公司股票很少进行交易，是吗？

格雷厄姆：事实如此，交易次数很少。而且大部分持股者都会保留股票1至2年。

主　　席：你们公司什么时候开办的？

格雷厄姆：公司注册成立于1936年，但实际上只是1926年成立的一家基金的继续。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：你认为你们公司的巨大成功主要归功于什么？

格雷厄姆：主席，你的前提是我们公司取得了巨大成功？

主　　席：难道你不认为你们取得成功？

格雷厄姆：我想我应该承认，但我不想在解释你的问题时理所当然地自认为我们公司取得了成功。

主　　席：我是十分认真负责地说你们明显取得成功。

格雷厄姆：我想我们成功的原因应该是我们建立一套买卖证券的规则，而且一直在各种市场进行投资时遵守这些规则。

主　　席：我想一般人是买不到你们公司的股票，是吗？

格雷厄姆：当然，他们不能买入大数量的股票，但他们可以在场外交易中买入少量股票。

主　　席：你们公司股票进行场外交易？

格雷厄姆：是的，先生。

主　　席：价格是1 100美元吗？

格雷厄姆：我想现在大约是每股1 250～1 300美元左右。

主　　席：高于资产净值？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：完全正确，先生。

主　　席：对于开放型公司，其股价通常高于资产价值，是吗？

格雷厄姆：对于任何一家投资公司来说，股价高于资产价值是不正常的。但在实际情况中，股价高于资产价值的例子确有很多。最著名的公司就是雷曼公司（Lehman Corp）。相当长一段时间内，其股价一直高于资产价值。但这是一家封闭型投资公司。对于一家开放投资公司，在其向公众出售股票的期间中，不可能一直溢价销售，这是很明显的道理。在某些情况下，一些公司如国家斯瑞德投资公司(State Street Investment)投资公司执行着与我们类似的政策，很少有公众出售股票，所以其价格一直高于资产价值。

主　　席：是你个人控制着你的公司吗？

格雷厄姆：不，我只是个小股东。

主　　席：是吗？（惊讶）

格雷厄姆：是的，先生。

主　　席：那么，是你的家族控制着公司？

格雷厄姆：不，我的家族也只拥有一小部分股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：那么你的公司是由个人或某一家族控制的，还是股票均匀分布在各个股东手中？

格雷厄姆：股票是分布比较均匀。我想说的是目前是由一个与我们没有任何关系的一个家族代表股东管理着公司。

主　　席：如果有股东希望向你们回售股票，他们能要求得到多少？

格雷厄姆：其股票的相应资产价值。

主　　席：当然，他们不会向你们出售。如果向市场出售，他们会得到更大的回报？

格雷厄姆：实际如此，这些年我们没有回购一份股票。

主　　席：是你亲手创办了这家投资公司吗？是什么动机促使你来创办这家公司？

格雷厄姆：是我亲手创办的。我是1914年进入经纪人这个行业，成为一家股票交易公司的初级职员。在1923年，我觉得正确的投资原则会取得很好的回报，于是就成立了一个私人基金，1926年作了一些调整。

主　　席：什么是私人基金？

格雷厄姆：私人基金就是不通过广告、流通领域或其他方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向公众出售股份，只有那些允许参与或被邀请参加的朋友才能参与。

主 席：公司有多大？

格雷厄姆：开办时大约有50万美元。

主 席：这50万全是你和你朋友的？

格雷厄姆：是的，先生。而且我的那部分相当小，因为那时我没有钱。

主 席：于是你开始买进股票？

格雷厄姆：不仅仅是股票，还有债券。

主 席：如果你不介意的话，我很有兴趣想了解你们公司的发展历程。

格雷厄姆：完全可以，只要你认为这个话题是有价值的话。

主 席：是有价值，因为我们想要对信托公司的发展有点感受。当然，我也不想使你为难，如果你认为你的回答将使你与竞争者竞争时处于不利的地位，你可以不回答。

格雷厄姆：不，不会的。我已经多次被指责泄露了我们公司的秘密，我写了许多书，在这些书中已经把一切说得清清楚楚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：我对你1932年的活动特别感兴趣，你能否讲一讲。

格雷厄姆：那是我们经历的最困难时期。

主　　席：你以50万美元起家，到1929年时是多少呢？

格雷厄姆：那时，我们相当成功，1929年初基金增至250万美元。

主　　席：我想全部是股票吗？

格雷厄姆：是股票和债券。

主　　席：1929年你做了什么？

格雷厄姆：1929年，我们赔了钱。

主　　席：是很多吗？你们是因为市场下跌而赔钱，还是早就预见了这种情况？

格雷厄姆：就1929年来说，我们还是做得相当成功。真正的困难是在1930年和1931年，那时市场持续下跌，跌幅超过了我们预期很多，我们早就预料到1929年股票下跌。所以我们减少了股票持有量。但是我们的资产缩水也很严重，但远没有通用伍德养老基金下跌得厉害，但也跌去很多。但有趣的是1929年持有我们的股票的那些人直到1936年还是我们的股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：你刚才说过进行过重组，你们什么时候成为一个注册的投资公司？

格雷厄姆：大约是投资司法通过后，1941年注册成立。

主　　席：那1936年呢？又有什么变化。

格雷厄姆：由于特殊原因，成立了一个公司，刚开始，我们是成立一个合伙人性质的公司，相互关系是建立在合伙人基础上的，我们是向他们报告。

主　　席：向每个合伙人报告。

格雷厄姆：完全正确。向他报告他的股份运行成果。但1936年财政部认为我们是个像公司一样的团体，应该纳税。于是我们开始考虑我们的所处地位，以及我们是否是个公司。于是我们的顾问说："你们最好成立一个公司，一劳永逸地解决问题。否则财政部门会用另外的方法来找碴。"

主　　席：就是你原来的一群朋友组成公司？

格雷厄姆：是的。

主　　席：1936年成立时完全由以前的那些人参与的？

格雷厄姆：由于私人原因，有一些增加，因为1936年于1923年相比，我有更多的朋友。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：在大萧条期间，你什么时候开始着手此事？

格雷厄姆：在大萧条后不久开始的。

主　　席：我们继续探讨下去。你们公司1936年成立，1941年又注册，你们什么时候向公众出售你们的股份，或者没有出售过？你刚才说发行了5 000股，是吗？

格雷厄姆：是的。一开始我们是出售了许多股份，大约有50 000股，以平价售出，每股标价为100美元。

主　　席：什么时候出售的？

格雷厄姆：我们是按一定顺序的，先向老股东出售股票，股本增至500万美元，总计5万股，每股100美元。但我们发现一个问题，这个问题也许会引起许多人的兴趣，就是我们有许多只有一股的股东，许多我们从来未听说过的人到我们公司来投资一股，成为我们的股东，然后获得我们的报表。从中了解我们正在干什么，从而我们干什么，他也干什么。为了对付这种情况我们采用了股票反分割的方法，我们发行新的股票以一股中置换回原来的10股，从而提高了每股价值，市场价每股约1200美元/1300美元。从那时开始，我们持一股的股东大大减少了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：你在投资公司拿多少薪水呢？你是公司的经理吗？

格雷厄姆：我只是3个经理之一。其他两位是杰洛姆·纽曼先生，他是1927年以来跟着我的老伙伴，另外一个经理是他的儿子，胡德·纽曼先生。

主　　席：公众知道你的薪水吗？

格雷厄姆：是的。我们收入很高。我们薪水为25 000美元和15 000美元。另外，我们还有额外利润分成计划，在每股分得40美元红利之外，管理人员作为一个整体可从额外收益中抽取20%。

主　　席：你收入的大部分是资本利得吗？

格雷厄姆：是的，相当大一部分就是。实际上，就可以说几乎全部都是。

主　　席：我不是有意引诱你说出你的收入情况。我只是想了解一下，如果你不想说或者不想讨论下去，尤其对于你的收入，我也就不再继续问下去。我只是想说你是一个成功者的典型，如果你不介意回答，我希望你能畅所欲言。

格雷厄姆：就此我想说明两点：首先，我会对我的基金，所知道的一切据实相告；其次，有一个误解，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不是成功公司的典型。只是我们的报酬方案有点特别。

主　　席：我想澄清一下，你能站在这里，就说明了你是成功者的一个典型，而且是杰出的代表。我想听你描述一下你们收入分配的情况。

格雷厄姆：区别首先在于我们的报酬方案比其他投资基金的方案要自由。对于超过规定的额外所得，我们可以获得20%，这是一个相当大的比例。

主　　席：但据你刚才所讲，是每股40美元股利，这是一个相当小的股利。

格雷厄姆：这只是基础股利。去年我们的股利是每股340美元。

主　　席：这比通用汽车的股票好。

格雷厄姆：这里我想说清楚两件事。一是我们报酬方案在条件上比标准的报酬方案要好得多。二是我们的股东认为我们应该获得这样的报酬，因为即使扣去我们的报酬，回报给股东的收益还相当高。

主　　席：要不是这样。你今天就不会站在这里了。我曾经试图对投资业有一个轮廓化的了解，今天你帮我了解了许多原来不知道的事情。你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能否就你的报酬情况与其他知名公司的报酬方案相比之间的区别进一步说明？如果你能就此说明，我们将非常感谢。

格雷厄姆：我非常乐意。我们与其他典型投资基金之间的区别是巨大的。我们就以最大的投资基金为例，即麻省投资信托（Massachusetts Investors Trust）来说明其中的差别。

主　　席：嗯。

格雷厄姆：他们的资本可能是我们的100倍，而他们的开支远小于我们开支的100倍。他们的开支就资本的百分比而言，是非常小的。管理人员的报酬大约为资本的0.25%。

主　　席：等一下。是资本的0.25%还是获利的0.25%？

格雷厄姆：是资本。

主　　席：是每年吗？仅为0.25%吗？

格雷厄姆：不，我已经说高了，现在还不到这个比例。过去有一段时间是这样的，但现在更少了。随着资本的上升，他们报酬所占资本的比例越来越小了。坦率地说，我不应就此讨论更多，因为对此我了解也不是很多，但我知道他们的报酬与他们所掌握的基金相比是微乎其微的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：你们基金中管理层报酬占资本的比例又是多少？你能以可比较的语言描述吗？有1%吗？

格雷厄姆：我们先这样计算，给过去的许多年中，未支付的管理报酬前，我们的资本盈利率每年大约为20%。在这其中3%支付给管理人员作为报酬，剩下的17%分给股东。

主　　席：利润的3%？

格雷厄姆：不，是3%的资本。来自20%的资本利润。

主　　席：我还是不明白，你每年资本获得20%的利润，是吗？

格雷厄姆：就平均水平上讲应该是。

主　　席：在这20%的资本利润中，管理层得了多少比例？

格雷厄姆：我们得到了15%，因为首先要扣除4%。

主　　席：是利润的15%？

格雷厄姆：是的。

主　　席：我明白了。

格雷厄姆：不是20%中的15%，而是20%利润的15%。

主　　席：剩下的是85%是分给股东？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：是的。

主　　席：我明白了。我想提一个愚蠢的问题，这些数字换算成每年占资本的比例吗？

格雷厄姆：我给你的数字都是占资本的比例。

主　　席：不，是利润的比例。

格雷厄姆：首先，我们资本获利率为20%，把作为一个投资典型回报，股东得到相当于资本的17%的回报，我们的回报约为资本的3%。

主　　席：我懂了，而普通的投资公司，我想应该低于1%，是这样吗？

格雷厄姆：是的，情况确定如此。

主　　席：你们的报酬是3倍于行业报酬的平均水平，甚至更多？

格雷厄姆：是的。

主　　席：我认为这是你应得到的回报，因为你的工作比他们更加卓有成效，这不应该有错吧？

格雷厄姆：我们自信是，而我们的股东也相信这一点。

主　　席：我认为你取得如此成就是由于采用了一种独特的投资方法，那些大基金并不去寻找“特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

殊环境”。他们进入市场只是在弱势时买进股票，他们买进对象是蓝筹股，信誉好的债券等之类的证券。事实是这样的吗？

格雷厄姆：通常情况下是正确的。但也不完全是，一些大基金尤其像雷曼公司一直对“特殊环境”有巨大的兴趣，他们相当一部分比例的资本，也就是大部分，都投资于这方面。

主　　席：你刚才说了是大基金，雷曼的资本有多少？

格雷厄姆：大约超过1亿美元。

主　　席：是当初的投资资本？

格雷厄姆：是按现在市场价值计算的。

主　　席：与你们相比，怎么样呢？

格雷厄姆：我们账面价值约为650万美元。

主　　席：是市场价值计量的，这不是原始投资资本，而是以现在市场价格衡量的资本价值，对吗？

格雷厄姆：是的。我们把取得利润全部回报给了股东。因此，在某种意义上讲，我们的现值与当初投入的资本差不多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：你没有寻求增加投资资本。我想，对此你应该有特殊理由吧。

格雷厄姆：最基本的理由就是我们不能相信自己在管理大额基金的情况下，取得像现在管理中型基金情况下取得的令人满意的回报。

主　　席：为什么？

格雷厄姆：因为在利用"特殊情况"和股票价值低估时，市场的参与方都不很大的。而管理大型基金时，不可能在不影响市场价格情况下无限制取得不限数额的股票，如果我们有现在10倍的资本，我们将很难用现在的方法来指导投资。即使运用原来的方法，也不可能取得很好的回报。

主　　席：在阿肯色州——我的家乡有一个人拥有价值低估的股票，他也许会跟你讨论这方面的问题。

格雷厄姆：对各种建议和讨论，我们一直敞开大门欢迎。

主　　席：现在不谈这些。我认为你关于现在市场价格是否过高或过低的观点中，你自己也不能判断是否太高或太低。我认为你的意思是当前时期需要谨慎从事，你不认为市场会有大的变动，也不愿现在购进股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：是的，我们可以这样说，从数量上讲，市场看上去还很正常，但从质量上讲，价格已经处于一个比较高的状态，正在进入危险的境地。

主　　席：我认为，这是一个容易理解的观点。但你还是应该用通俗语言解释一下。如果是正常的话，是不是意味着不可能猛涨或猛跌？如果是不正常，是否意味着处于死亡中心？

格雷厄姆：正好相反，现在是正常的，但极有可能出现意外，也许就在一年后。

主　　席：我想你是在讲价格与获利和收入之间的关系应该处于一个既不高估也不低估的地位，是吗？

格雷厄姆：对于大部分具有代表性的股东讲，这是正确的。

主　　席：但股票价格过高或过低的情况一直存在着？

格雷厄姆：是的。

主　　席：我刚才并不是想讲给你听。我重述一遍只是为了理解你说所的内容。对于股票市场价格过高过低，我毫无了解。我只是把它用我可以理解的语言来复述你讲的东西。你是否注意了昨天加尔布雷斯先生的证词，是关于当前市场和投机的趋势，已经脱离了实物经济，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场对资本获利产生太多的热情。你是否注意到了该证词?

格雷厄姆：是的，我注意了该证词。

主　　席：你同意加尔布雷斯先生的观点吗?

格雷厄姆：是的，在一般条件下，我支持加尔布雷斯先生的观点。

主　　席：这非常有趣。因为加尔布雷斯先生是一个纯学术的研究人员，你来自实际领域，而你们却在这个问题上有着一致的观点。

格雷厄姆：先生，我想声明一下，我也是一名学术人员。

主　　席：我不知道这一点

格雷厄姆：我有哥伦比亚大学的金融学教授的头衔，我给学生讲授普通股的价值评估课程。

主　　席：我曾经在爱德华·莫拉主持的脱口秀节目上看到过你，但却从不知道你是位教授。他们把你请到哥伦比亚大学，我想他们是想从你那儿学如何实际操作的

格雷厄姆：他们请我当教授是因为我是一名实际操作者。

主　　席：是的，这很不寻常，是吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：是的。哥伦比亚大学商学院大约有四五个像我这样的搞实务的教授。

主　　席：我明白了。你像加尔布雷斯教授那样认为当前市场脱离实际经济环境变得过于热情或过于冷淡，都是很危险的，你认为当前市场的发展有上面的趋势吗？

格雷厄姆：毫无疑问，当然有。

主　　席：你下面也许会跟加尔布雷斯先生所说的一样，当前市场上存在太多数量的投机活动？

格雷厄姆：“太多”是一个非常难于定义的词语。如果市场上的投机活动像现在一样，按现在的情形发展下去的话，对最后结果我也不会有太多的担心。我是担心股票市场上越积越多的投机活动的累积下来，在某个时候爆发的结果。

主　　席：我听不出你与加尔布雷斯先生的观点有什么区别。他非常小心地说他不认为当前的价格太高，但在过去的一年中，股票价格有太快地上涨；而对应的现实经济中却没有很大的发展，生产力以及其他因素都不能用来说明股票价格为什么上涨。他认为快速地上涨和产生过多投资热情的趋势，使他对市场的前景感到不安。你也知道了，他建议提高准备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金率，你是否也赞成提高准备金率？

格雷厄姆：对此我仅说到如下程度：我个人认为如果市场上投机气氛变得越来越浓，超过了一定的限度，联邦储备委员会应该毫不犹豫提高准备金率。我没有我没有必要为我朋友比尔·马丁（Bill Martnl）（美联储主席）代为做出决定，而且我认为对这个问题联邦储备委员会有自己正确的判断。

主　席：这是一个辞令性回答，我听不出其中有任何错误。是否提高准备金率也不是你的职责，而且无论谁是联储主席，将准备金提至100%也将是一件坏事。你认为削减资本利得税或者干脆取消这方面的税收，会使投机活动增加还是减少呢？

格雷厄姆：就整体而言，会增加投机的吸引力。

主　席：如果是这样，是不是也会引起股票价格水平的上涨？

格雷厄姆：是的。原来一些股票的长期持有者会因此而出售手中股票，获利了结。结果使股票流通量放大，但我自己感觉的最终结果是可能造成投机热情的进一步上涨。

主　席：非常坦白地问你自己的公司现在是买进股票还是卖出股票？如果不愿意回答，你可以不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回答。你可以坦白地说你不愿意回答。

格雷厄姆：过去是，现在我们还是一直在出售那些以前购进的价值低估的股票，努力把现金投入到没有市场风险的“特殊环境”中。

主　　席：在过去的一两年中，你是否曾经特别研究过主要以国防部订单为生的工业？

格雷厄姆：没有。我们没有机会仔细研究过，我们只有一些通常的了解。

主　　席：你能否详细讲一下你对国防工业的了解？

格雷厄姆：可以，但只是一般常识。当然飞机制造业的经营情况绝大部分依赖于国防计划。

主　　席：一个完全依赖于国防订单的公司在过去6个月中比以前同样阶段或相似阶段的利润上升了4～5倍，这样的事实，在你考虑该公司的政府合同时，对你的投资选择是否有什么意义。

格雷厄姆：议员先生，在我刚才发言中，我没有说我是战争时期战争价格管制委员会下属的研究委员会的主席。我只是复议委员会主席，我们要考虑复议规则，包括飞机制造的利润。这些公司的利润上升，并不意味着价格制定有问题，但利润的上升应该引起价格指定者对价格进行重新审定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：你认为在过去的12个月中一个4～5倍的利润增长是不是有点不寻常？

格雷厄姆：我已记不起是否有这样的比例存在的例子，如果存在，谈判人员会仔细研究的。

主　　席：你是否认为复议法案应该延长，该法案将在12月到期。

格雷厄姆：我想应该是，或者通过另外一个类似的法案。

主　　席：但政府还没提出要求，是吗？。

格雷厄姆：我不是一个政府人员，先生。

主　　席：据我所知，他们在上周已经提出了要求，在国家工会的报告中也已经讲了这一点。我差点忘了这些。如果没有其他这意外发生的话，这信息对你的投资也许有价值。你是倾向于延长该法案。

格雷厄姆：是的。

主　　席：你是否能解释一下今年许多重复发生的事情，许多大公司1954年有很大的利润增长而规模缩小，最有名的例子就是是杜邦——一家大型化工公司，通用汽车也是这样的情况。在一些例子中，如通用汽车，在超额利润税方面存在着一点区别，但我相信在许多情况中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超额利润税仅仅起相当很小的作用，你认为我们的这些行业代表性大工业公司正在进行着什么变化？

格雷厄姆：首先一点是，正如你刚才提到的，1954年的良好的盈利表现（几乎与1953年盈利的总和相当）是因为政府取消了超额利润税。另外一点，在某种程序上，同样是因为无论大公司还是小公司近年来开始能很好地控制它们的成本，这对于小公司来说尤其如此，因为小公司经历过成本失控的痛苦，收到的教训最重。

主　　席：这样一种都有获利的情况是否说明了该行业缺乏竞争？

格雷厄姆：我不这样认为，因为现在的边际利润率不比以前年份大。就通用汽车而言，他们去年税后边际利润率为8.2%。我记得1936年税后边际利润率大约为14%～15%，税前的边际利润大约也差不多这样。可以看出，现在的边际利润率比1936年低一点。

主　　席：现在通用汽车通过各种措施来减少纳税，而不是通过降价扩大销售量来增加利润，你认为这种作法是否有失欠缺？

格雷厄姆：在这方面，我的观点跟你有些不同，因为我认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用汽车不会考虑大幅降价，因为这样会导致灾难性的后果。

主　　席：为什么？

格雷厄姆：其原因在于通用汽车已经在能使其他汽车公司生存下去的情况下取得最好利润了。如果通用汽车降价来使利润减少，那么其他汽车公司将会退出该行业，或破产了。

主　　席：你的观点是认为通用汽车等于实际上给了其他汽车公司补贴，为什么不把这些补贴用于拯救于那些在饥饿线上苦苦挣扎的贫苦农民呢？

格雷厄姆：我的意思不是这些。

主　　席：雪佛莱的价格太高了，如果再降低800美元，会对销售有许多好处的。

格雷厄姆：我想再次说明一下我的观点。我想说明的观点不是什么该做或什么不应该做。我只是想说清我理解的通用汽车公司的政策。通用汽车不敢不顾国家经济状况和政治形势来降低其价格，从而使其他汽车公司退出行业，使自己成为惟一的垄断者。

主　　席：你的意思是用另外一种方法表示就是在汽车行业内不存在竞争，是吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：不，实际情况不是如此。首先，通用与福特之间竞争是非常激烈的，而通用与克莱斯勒过去的竞争也很激烈，而且现在又白热化了。

主　　席：我对这方面一点也不了解。我对你所说的还是不理解。我一直认为价格是竞争的最主要的策略，如果你不关心价格，那就不存在竞争。其他的方法只是起点缀作用或是为了取得顾客信任。如果你想竞争，你想占领市场，你应该做的第一件事就是降低价格。这在过去一直是原则。那种认为竞争只不过是做广告而已，却不在价格上做文章的观点对于思想守旧的人毫无意义。这听上去有点像德国的卡特尔——“我们分割市场各自负责各个地方，同时我们做广告让人们相信我们在竞争”——其实是不存在竞争。如果通用汽车是正在竞争而且意图占领市场，它为什么不降价呢？

格雷厄姆：我的观点也许有错，但确实与你有分歧。我认为通用与克莱斯勒的竞争已经相当激烈了。其结果对克莱斯勒也是灾难性的。克莱斯勒在去年几乎丧失了所有盈利能力，尽管其营业额仍然很高，但其仍没达到能够盈利的销售额，利润荡然无存。克莱斯勒做了各种努力来提高汽车性能和提高销售量。据我对竞争的理解，这是一种典型的实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争。

主　　席：我想我给了一个错误的引导。现在我不是想要表达赞成与不赞成这样的观点，我想了解的是汽车制造行业是否存在竞争。在你的观点中，我不能看到竞争的影子。通用汽车只须降低价格就可以把其他公司挤出行业，而自己仍能经营而不破产。而通用汽车却不这样做。在传统的竞争行业中难道不是这样的吗？在过去难道是这样的吗？

格雷厄姆：这——

主　　席：我不是想说我不同意你的意见。就这件事来说，从社会角度讲这不是一件好事，从政治上讲，也是危险的；竞争并不是口头上说说而已，什么是真正的竞争，你真正感觉到过竞争吗？难道你认为不应该让竞争来充分发挥其影响吗？

格雷厄姆：我想我应该概括一下我的观点，我认为在汽车制造业中存在激烈竞争，但不是那种让弱小公司破产的竞争。

主　　席：是某种超级竞争？

格雷厄姆：是一种主观限制竞争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：一些政府人员制订了所谓的"限制价格"，就是这些东西吗？他们联合起来决定一种价格，认为通用汽车价格一旦低于此，就会使克莱斯破产，而使克莱斯勒公司破产是不明智的，是这样的吗？

格雷厄姆：在经济学原理中，我想您还记的利润最大化原则吧。通用汽车削价很可能获得更大市场，但利润有可能减少。通用汽车公司没有理由不像其他行业的公司一样制订利润最大化的价格。

主　　席：如果通用使其他公司破产，自己成为惟一垄断者，那时他们愿意定什么价格就定什么价格？

格雷厄姆：不，先生。那时美国政府会干涉的。

主　　席：这正是我想讨论的。当你讲述政府干涉时以及其社会政治影响时，你进入了一个不同于旧式竞争的领域。我不认为这本身是对还是错。我曾经听说过，而且我对此也感兴趣，你曾经确切说通用汽车会取得合理利润，好像就是用这样的语言描述的——最后仍将会消灭其竞争对手。因为这样它才能建立起自己的运营效率，或者说合理的分支和规模，我想对此你应该同意吧？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：我记不起在什么情况下有如此暗示，但我想实际情况会是这样的。

主　　席：我想这很重要，因为随着你经济状况的变化，那些与公司利润不直接相关的因素的重要性也将显示出来。我想一旦其他公司被挤出行业，其后果也是灾难性的。对此我同意你的观点。但同时我不想欺骗自己，他们是被竞争挤垮，事实上不是，通用汽车可以做到这一点，如果它认为值得去做，而且不会伤害到自己，当然其考虑国家利益因素的情况是另外一回事。

格雷厄姆先生，如果你不介意，我们的一位官员将向你问几个问题。

华莱士：格雷厄姆先生，在你买进一家公司股票时，你是否把你的意图告知该公司的管理层，同时获取该公司不为人知的有关信息。

格雷厄姆：是，当我们与大股东达成购买股票协议时，而这些大股东又是公司的管理人员，我们就会得到一些信息，诸如一些审计报告之类的未公开的材料，这些材料是由于不方便而没公开。需要说明的是，为了避免误解，我声明在任何一次交易中我们从没得到能够影响我们判断的重要信息，这些信息是不会透露给那些欲购进股票的股东的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华莱士：现在公司报表每季公开一次，你是否可以获得在这些季度之间的有关报表的情况，而这些报表是不用公开的？

格雷厄姆：月报是不用公开的，但这些东西如果有用是会令人奇怪的。我为你举个例子，当我们准备要约收购亚特兰大·西印迪汽船公司股票时，假设是通过制造信托公司（Manufacture Trust）做的。我们按证券交易委员会的建议，公布了该公司的一个半年资产负债表，这是由亚特兰大·西印迪汽船公司的管理人员给我们的，尚未公开。但这对我们来说并不是特别有价值的信息，它仅仅是按规定需要公开的信息。

华莱士：通常，当你从对方手中购买一笔股票时，对方是否掌握了与你一样多的信息？

格雷厄姆：就重要信息而言，我想说是的。

华莱士：你从公司管理层获得有用信息，于是你决定从公开市场上购进股票，这是否认为是基于内部信息的交易？

格雷厄姆：不，先生。根据我们理解的该规则，内部信息交易只适用于那些与公司官员，管理人员以及大股东有关系的人。

华莱士：如果一家公司的管理人员向你透露了一个不为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大众所知的内部信息，这是不是违法的?

格雷厄姆：对此我想应该说清楚，因为我同时身处两种位置。我也是许多公司的官员。我认为议员们了解一下公司业务实际是如何运营的是有价值的。因为每天都会有新的引起管理决策层注意的信息，每天登报或给股东发信公布其公司的信息处理情况是不可行的。而且特别需要强调的是，公司官员也没有被强制要求发誓不透露每周引起他们注意的信息。法律规定的基本要点是当存在一个重要事件时，而这样的事件会引起股票价格的波动，通常就要迅速公布于众，让所有股东知道，以避免有人先知道而从中获利。但重要性的程度有多种，非常难于精确判断什么信息应该公布、什么信息应该不了了之。

华莱士：当然，证券交易法认为公司官员基于内部信息的交易是非法的。而且如果他进行了内部交易，公司或股东可以起诉追回其所获利润。

格雷厄姆：是的。法律规定了6个月以内的交易，而且法律对于其他类型的交易也有类似的规定。

华莱士：我个人理解公司的官员可以透露那些不为公众所知，而且能使人从股票交易中获利的内部信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：我认为你的理解是正确的，华莱士先生。这是一个非常有意思的领域，曾经引起我很多思考。

华莱士：下面我想询问你关于当前法律完备性的观点。当伍德先生在这里见证时，伍德先生是国家证券协会的交易员，他谈起时认为那些不曾公布自己拥有股票情况的公司官员进行的基于内部信息的交易都是不合法的。我想问的是相关股东虽然基于内部信息而交易的，但不是公司官员本身进行的。而是由其透露信息给别人。举个例子，如果管理层正在考虑一个不为外界知道的合并，公司官员知道这一切，而且他知道合并是否会成功，在盈利状况方面，他可能先知道股票红利会比先前预期高，或者在股票股利和股东分割方面，他也会知道比别人更多的东西，公司官员均处在知道内部信息的位置上。他个人禁止在6个月内进行交易，但我想问你的是法律是否应该进一步严格禁止其泄露内部信息。

格雷厄姆：如果能够设计出一套可行的方法，来保证公平，又不会引起新的其他缺陷的话，我是赞成加强法律的。但就我个人在这方面的经历而言。我不太赞成这种观点。因为在从开始阶段的可能到最后的结果中间存在一个递进阶段，合并尤其如此。一开始，合并只是一个设想，因此也没有必要向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大众公布，而另一方面，又不能保证人们在交谈时不泄露这方面信息。从早期的想法到后来的现实，过程是极其漫长的，在这期间很难保证不让公司官员把信息透露出去。

华莱士：现在市场上有多少股民呢？人数在650万～750万之间吗？

格雷厄姆：股票交易所会出版这些数字的。

华莱士：你认为这650万或750万股民都认识和了解到有基于内部信息的交易，而他们却不拥有这些信息？

格雷厄姆：一些人知道，而另外一些人不知道。我认为一般有经验的人都知道有一些人能了解公司更多的信息，他们极可能利用这些额外的信息进行交易。

华莱士：格雷厄姆先生。你是这个领域的专家。你能否给我们解释一下术语？你能否告诉我什么叫"获利了结"。

格雷厄姆：完全可以。"获利了结"非常简单。它是指人们手中的股票存在账面利润时，通过出售股票来实现利润，因为他们推测市场存在使价格下跌的压力。市场上不停地有"获利了结"。

华莱士："获利了结"在短期内会对市场价格有轻微

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压力吗?

格雷厄姆:“获利了结”如果很多，会对价格有压力，因为市场上获利了结一直在进行，甚至在价格上涨时。

华莱士:是不是类似于抛售。

格雷厄姆:不。抛售是表示价格下跌情况下，主要是临时的突发原因导致的。而“获利了结”是基于推理预测的，如战争预期，或者猜测今天在这个会议室发生什么，以及其他事情。

华莱士:技术调整是另外一个术语?

格雷厄姆:技术调整与“获利了结”有着很大关系。

主　　席:你认为我们今天在这里所做的一切会引起股东市场的波动吗?

格雷厄姆:是的，会引起。

主　　席:你确定?

格雷厄姆:是的。我认为市场具有非常敏感的反应能力，每天都会受到许多让市场涨跌因素的影响，在这些影响中，又有一部分是流传的谣言。

华莱士:格雷厄姆先生，我讨论这些的原因是上周五市场已经达到一个很高的价位，上周五市场走势很强劲，是吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：是的。

华莱士：周末，总统将宣布继续延长价格复议法，是吗？

格雷厄姆：是的。

华莱士：这消息将会对股票市场有很大影响，是吗？

格雷厄姆：我认为不会。

华莱士：那么在目前的高价状况下，你将"获利了结"抛售，或是技术调整，是吗？

格雷厄姆：是的。

华莱士：你所以你认为所有这些因素在周一和周二影响市场，但你不知道那种因素的效果最大。因为市场因素很多，甚至包括股民的情绪，以及某个股民胃溃疡的情况。

格雷厄姆：我同意这个观点。我曾在上面的回答中试图传递这个观点。

华莱士：这种研究对市场有一些影响，但只是重大因素之一。

格雷厄姆：我建议不要用"重大"这个词，只是众多因素之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华莱士：谢谢。

主　　席：我注意到了别人正在关注我们对市场正在做什么。说是因为我们的研究而导致市场受到压力，因此每个人都在批评我们，我看不出我们的研究与市场压力有什么关系。这里所说的每个人指昨天我们收到许多电报，大约有15～20份，严厉指责我们使股票市场价格下跌，我想你不会同意这一观点吧？

格雷厄姆：是的。我想说一点向你保证：如果我们的研究使市场下跌，那么市场本身就应该下跌。

主　　席：这是一个非常客观的看法，如果市场因为听到有关我们的传闻就下跌，那市场也太脆弱了，难道不是吗？

格雷厄姆：我对此表示同意。

主　　席：现在我记起几件事。你是否注意到了艾克先生昨天关于修改资本利得税方面的建议？这份建议是否引起了你的注意？

格雷厄姆：我是从今天早上报纸了解的。

主　　席：你是否完全赞同？

格雷厄姆：是的。我也有自己的建议。在这方面我想我们每个人都会有自己的建议。如果布哈基先生现在在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场，他也会提出自己的建议。我们都有自己的建议。我认为艾克先生的建议的基本点是正确的。应该在法律上规定根据股票持有期间长短的不同，应按不同的税率交纳资本利得税。

主　　席：你的建议，我想仅是一个临时性措施，最后还是回到现在的情况？

格雷厄姆：是的，就是这样。

主　　席：这是值得考虑的。因为如果你股票持有期很长，比方说5年，虽然数字有点教条。在5年中，你有可能没有资本获利，而其中一年或两年有获利，而其他年份亏本。你的意思是这样吗？

格雷厄姆：从总体讲就是这样。你也许能记得若干年前，我们有一种资本利得税，如果持股时间为5～10年，税率为10%，超过10年税率为0。所以持股时间的长短是应该考虑的问题，这样的原则是对的。至于理论上反对资本利得税是因为科税对象不是实物经济的反映，不包含在国民收入和国民生产值里。这些理论分析得出的结果与上面分析的结果不谋而合。

主　　席：这是一个技术性问题，你也许能帮助我们。还有一个比较难以描述的问题，你能否估计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一下留存收益率与股利获利率?

格雷厄姆：这需要花费一点时间说明。首先，我曾对此研究过，而且写过这方面的文章。在以前，可以估计每股派发股利大约是留存收益的4倍，这是一般的股票，对于那些有长期发展计划的公司我们单独看待，其留存收益偏高。我有个感觉，我们还处在一个由偏好于股利向偏好于留存收益过渡的时期。而且过渡非常快，现在不能估计，但几年以后人们将偏重于留存收益。而不是像过去那样发放股利。

主　　席：这是不是主要受税收结构的影响，因为资本利得税与普通税和附加税的差别?

格雷厄姆：不，不是。在以前就没有收到这方面的影响。相反，投资者和投机者的行为有时是不合逻辑的。从理论上讲，他们应该偏好于留存收益，因为这样获利只在开始纳税或最后缴一次资本利得税，而发放股票经过多项纳税。投资者对股利的偏好现在太强烈，以致于没有认识到税收结构的影响。现在这种偏好调整正在开始。

主　　席：我明白了。你的意思是他们最终会明白其中的道理?

格雷厄姆：但他们理解实在太慢，甚至让人觉得愚蠢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：刚才用一个很好让人理解的观点。此外，你认为通过用资本利得而不是薪水来给公司管理人员支付报酬是促使股票权利得到发展的原因吗？

格雷厄姆：是的，股票权利是通过资本利得来支付报酬的，这是毫无疑问的。这也是股票权利的目的。

主　　席：但这种方式不被一些人所认可，他们认为“这只是促使公司人员忠诚的手段，这与留存收益没有关系”。你是否同意？

格雷厄姆：不同意，先生。

主　　席：看来我与你的观点有许多相似。

格雷厄姆：先生。我不是为了取悦于你，而故意改变我的观点。

主　　席：不。我不是这个意思。我只是佩服你的智慧。

格雷厄姆：谢谢。

主　　席：过去，我也曾是一名教授。这也许是我的弱项。你是否注意到今天早上西尔斯·罗伯克公司创造了一种以资本利得支付普通员工报酬的方法。我以前从未意识到这一点。这是受养老金计划的影响吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：这已经说明你已经了解了西尔斯·罗伯克公司。但是你挑选一家普通公司，这一点非常重要，如果你从纽约证券交易所上市公司随机挑选一家普通公司，然后在该公司使用西尔斯·罗伯克公司的报酬计划，你会发现在长期中员工的报酬与西尔斯·罗伯克公司员工的报酬相比，是相当少的。而且我认为普通小公司是不可能维持这种报酬计划，因为每年的利润和股价存在变动。人们不希望在一家普通公司里实行这样的计划。

主　　席：那只有像通用汽车公司这样的利润稳定的大公司才能做到。

格雷厄姆：我想是的。

主　　席：你是否知道还有其他基金。像这样把一年税前利润的10%支付给养老基金作为对员工的报酬，而这些报酬支付无须纳税？

格雷厄姆：有一点不一样，你说的是10%。10%是一个相当高的数字，但不是没有例子。我记得有这样的例子，超过10%的利润支给养老基金，这其中包括了管理人员等普通员工的报酬。

主　　席：我不相信管理人员的报酬也包括在这里面。

格雷厄姆：确实是其中一部分，限制在每年500美元，或者有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个最大值。

主　　席：我的意思是他们拥有资金、股票权利，除此之外，他们还可在养老基金获得补偿。

格雷厄姆：是的。

主　　席：那么加总起来数字会超过10%。

格雷厄姆：是的。

主　　席：你是如何评价的？

格雷厄姆：对此，应分成两部分。首先，我认为这是一个在员工和管理人员之间建立一个正常的利润分配机制，正如我开始所说我在自己的政府雇员保险公司中也运用类似的方法。这套机制对我们和员工彼此都有好处。当然，税收是另外一回事。国会也承认这种机制会对企业带来税收上的好处。我也清楚的知道如果鼓励发展这种机制的后果。我个人认为即使财政部损失一些税收，也应该鼓励这种资本利润分配机制，这有利于雇员在工作生涯结束后过上快乐兴旺的生活。

主　　席：我赞成你的意见。如果你只看到这些，那事情当然很好。但对于那些没有办法将他们收入转成资本利得和那些直接缴税的人，你又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何解释？你难道只能讲“这确实太糟糕”。或者让一部分雇员收到报酬，而只付资本利得税，而另一部分干着同样的工作，而以其他的税率纳税？如果你处于我的位置，人们会因政府的政策而责难你，你那时会对他们说什么呢？

格雷厄姆：我想说的是我们正在谈论的是雇员报酬的一部分。西尔斯·罗伯克公司当然例外，因为公司本身经营非常成功。如果你以一家典型公司为例，它把10%的利润留在一边用于此目的，这样其他所得和收入在他们总收入占的比例虽不大，但至少占一小部分，从而也享受了税收好处，这样也取得了理想的结果。

主　　席：假如他们将50%的利润用于此目的呢？假设他们将雇员的工资减少，而转成养老基金形式，如果你认为这样可以，他们向雇员付报酬为什么不全部采用以资本利得形式呢？

格雷厄姆：不行，该原则不能无限制使用，就目前而言，是存在一个限制。用于支付养老金基金和利润分成基金的总额不能超过雇员报酬的15%。

主　　席：我想你否能给我们以更开阔的视野描述一下你认为未来几年的经济会怎么样。你认为现在是经济周期的顶峰吗？或者你同意你在纽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约一位从事股票领域同事所讲的，经济需要回落是必然的？

格雷厄姆：难道不是必然的？

主　　席：在一篇文章中认为这迟早必然会来到，我们一定要在此之前大肆购买。我想了解你对未来几年的看法，你是否一直研究这方面的内容。

格雷厄姆：我认为这些观点不应过分担心。

主　　席：我不认为你永远不会犯错误。

格雷厄姆：事实上，我从来不精于经济预测或市场预测。我的工作是建立一套原则上的，从这些原则上可以得出与其他观点相独立的关于未来经济状况。然而作为此类经济学家我将非常乐意地把我的观点说出来。

我认为当前存在着经济萧条的迹象，但并不很严重。诸如存货、消费信用、住房投资、资本产品，不能再按现在的发展速度持续下去了。当然，我的观点只是一名富有经验而且相当保守经济学家的观点，只是希望历史重演，或者重复过去的模式。你也忽略了一个要素，即政府干预。在我看来，政府已经着手通过两个方面来阻止经济下滑，因为其伴随着高失业率。但我认为如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只因为生产力发展，有可能出现高失业率，而同时国民生产总值却有上升。我们正处在一个有趣的时期内，政府与失业率的较量会有结果。去年我们期待着这样的结果，但却没出现，我们对此很惊讶我想在下一个5年里，还会发生同样的事，到时政府会采取重要的行动来阻止大规模的失业。

主　　席：你认为政府应该为经济稳定采取措施。

格雷厄姆：是，政府应该参与。

主　　席：这依赖于政府的政策是否有效吗？

格雷厄姆：是的，我想判断是否有效应该从结果上看。

主　　席：你是如何判断的？

格雷厄姆：我通常有一个预先测试，但在经济中除非执行了政策，否则很难说是否有效。

主　　席：我想我不应该让你回顾20年代政府的政策是否有效。

格雷厄姆：是的。

主　　席：我听说你有一个商品储备计划，什么是商品储备计划？

格雷厄姆：我可以用几句话来说明，这与你关于未来经济系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统的问题有关。在过去的20年里，我一直在考虑通过稳定总的原材料的物价，而不是单个商品的物价来稳定经济。其目的是减少单个商品价格波动，使其仅限于一个波动范围内，从而整个市场的稳定性从而也就建立了。我认为应该考虑的一个非常重要的因素是那些商品方法是支撑我们货币的基础，因为他们是我们需要和使用的，这样形成一个商品储备，就像黄金储备一样自我运营。其结果将会使原材料物价相对稳定。因此在很大程度上保证了经济稳定。

主　　席：我还不能理解这些商品有什么限制？

格雷厄姆：只要是在商品交易所可进行交易的，大部分应该是可储蓄的，但也不是绝对的。

主　　席：橡胶和棉花可以无限储存吗？

格雷厄姆：通过轮植，它们是可以无限存储下去的。

主　　席：我忘了一件事，在提到政府政策和干预时，你认为税收政府是政府干涉经济的一个重要手段吗？

格雷厄姆：可能是。也就是说政府为了更深的干预经济的方法其中之一就是减税计划，另一种方案就是扩大开支。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主　　席：你听了昨天艾克的演讲吗？我不是想用他作模型，只是为了节省时间，因为描述需要花很长时间，你记得昨天他关于税收的建议？

格雷厄姆：我已经忘了。

主　　席：没关系。我可以问另外一个问题，然后我们将结束。当你发现一个“特殊环境”时，（仅仅为了举例说明），你认为你可以每股10美元购进，而市场价值20美元，你拥有了头寸之后，你却不能实现利润，除非公众认为该股票值每股30美元，这个过程是如何进行的，通过广告或者其他？

格雷厄姆：这是一个我们行业中非常奇特的现象。我也跟其他人一样对此感到神秘。从我们的经验得知，市场价格最终会与价值相符合，这是通过不为人知的过程发生的。

主　　席：你是否干了什么去推动这个过程？做广告或其他？

格雷厄姆：恰恰相反，实际上，我们试图对我们的操作保密。

主　　席：即使你购进以后？

格雷厄姆：是，即使在取得股票之后。

主　　席：为什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：最基本的原因是我们不希望别人了解我们是如何做的。我们也没兴趣劝说别人来购买我们拥有的股票，我们以前从未这样做，以后也不会这样做。

主　　席：这有点不寻常。只有许多人认为值每股30美元，你才会获利。

格雷厄姆：在我们经历中我们非常幸运，因为无须做广告，别人就认为我们拥有股票就值每股30美元。我们有时会插手公司管理策略，当我们是大股东时，有时我们会建议公司在程序方面有所变化。

主　　席：我想，今天到此为此。我确信我们仍有许多问题想问你，但你还有其他事要做，现在已超时了。你在百忙之中抽出时间自愿为我们提供有关信息，我代表委员会表示感谢。让你讲述这些东西是非常辛苦的，但我们除此之外，没有办法可以了解这些。我非常感激你让我们了解了许多有关股票市场的知识。

格雷厄姆：如果我真的起了作用，我是不会介意我的付出。

主　　席：如果你有更多的建议，而你认为我们应该知道，欢迎你写信过来，再次感谢你的到来。

（格雷厄姆先生准备的证词全文如下：）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆－纽曼公司董事会主席本杰明·格雷厄姆的证词

我是本杰明·格雷厄姆。现居住在纽约州的斯堪达罕。现在我是格雷厄姆-纽曼注册投资公司或称之为投资基金的董事会主席。同时我也是哥伦比亚大学商学院的一名金融教授。

我的演讲主要阐述三个主题：

（1）从价格与价值之间的关系来看待当前股价水平。

（2）1953年9月以来现股市上涨的原因。

（3）今后可用于控制过度投机的可行方法。

首先是当前股价问题。目前股价看上去很高，本身确实也很高，但实际上并没有表面上看上去那么高。从标准普尔420股票指数看，现在是远远超过1929年的水平。现在指数超过300点，远高于1929年的195点，工业指数为410点，只比1929年的382点高一点而已，但如果剔除指数所选取的公司有一些变动的影响，差别会很大。但不管怎样，铁路和基础设备方面股票整体上已经低于1929年水平。

衡量股票的价值不是单从价格趋势方面考虑，而是要把价格与获利能力、股利，发展前景放在一起考虑，顺带考虑一下资产价值。

当前衡量股票价值的方法主要是估计未来的获利能力和股利，然后乘上一个适当的获利倍数。这些要素都是预测的或自己主观断定的，这样的方法在任何时候对一支股票或一组股票的正常价值判断的结论是不会有多大差别的。而其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法得出的观点以及投机者的观点会有千差万别的，从极度悲观到高度乐观，无所不有。

在用过去的经验来鉴定当前股价水平时，我将使用两组数据比较，一组是工业平均情况，另一组是通用电气公司，一个是整体情况；另一个是具有代表性的蓝筹股。我把当前价格以及1929年、1937年、1946年的最高价与其前1年的，前5年、前15年获利情况联系起来。这些信息以及其他相关数据列在后面的附表中。

道·琼斯工业指数在过去一年时间其平均盈利率比1929年、1937年、1946年低。通用电气也是这样。很明显这些股票作为行业的代表，仍将会有一段时间才能达到过去那种盈利的高峰水平。应指出的是现在的利率比以前牛市同期利率低许多（除了1946年）。低基准利率可能会导致高股利或高利润的现象。

这些关系都说明市场仍处于安全地带。尽管没有考虑这些公司在牛市后的下跌程度，因为在1929～1932年期间，道·琼斯平均跌去了90%的市值，很明显1929年381点的指数太高了，而且当时市场在低于这个指数时已经进入比较危险的境地。

我发现一个简单而有用的方法来估计道·琼斯指数的正常中间价值（Central Value），将其10年平均盈利以2倍于优良债券的利率予以资本化，这种方法前提是以过去的平均获利水平来反映未来的获利水平，这是一种保守的估计。同时，资本化的利率是高质量债券利率的2倍，这是考虑了股票与债券的不同风险。尽管这种方法与理论相悖，但却比较精确地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反映了1881年以来道·琼斯工业指数的中间价值。有趣的是，通过这种方法计算出来1929年中间价值为120，这恰好是最高时的381与随后1932年的41的几何中数。同样，1936年中间价值为138，比1938年高，这也恰好为1937年最高时的194与1938年最低时的99的中数。

这种方法用于1955年，可以得出中间价值为396，仅比现在的指数低一点。这个数据如果是可相信的，则说明了市场没有危险。而且还说明市场的表现尚不如1926年的早期，1936年的早期，1945年的后期。然而如果我们用1954年的前10年的平均利润，则中间价值的有效性是值得怀疑的，因为这10年中间没有经济萧条。因此，在某种程度上评价该方法的正确性还要与我们摆脱经济萧条的能力相结合起来。如果我们用经济周期来解释，可以公正地说当前股市是有点高了。

尽管这样的发展不可能引发某种革命性的经济突破，但我也不否认这种可能。有理由说明在未来严重的经济衰退是可以阻止的，不是通过美国经济本身，就是因为政府的干预，或者是通货膨胀的影响。上面的分析并不是说过去的股市价格水平有问题。在对这个问题作一个总结时，我想起了在1945年10月份我的一份股票市场分析的论文。该文发表在1945年10月18日的《商业－金融年鉴》上，在此我原封不动引用原文的结尾作为我对现在股票市场的看法。

用于判断当前股价水平的3种方法，会取得3种不同的结果。第一种是一种历史的方法，当前市场很明显比过去的高点还高，因此应该有一个大幅回调。而第二种方法，是基于数字和公式的是认为当前价格水平合理，认为牛市的热情会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进一步推动价格上涨，第三种方法通过对未来的预测和判断提供了许多有用的线索，但却没有给出一个结论。

这种分析会对投机者以及谨慎的投票投资者有什么影响呢？我们先把投机者定义为从价格波动中获取利润，而基本上不考虑股票的内在价值；而谨慎的股票投资者（1）只会在内在价值有保障的价格下购买；（2）当市场进入投机阶段会减少持股量。

目前就是投机阶段。因此，股票投资者会根据上面原则，从而减少手中的持股量，具体出售策略依个人而定。对于投机者，我们无法说出什么有价值的东西。

由于各种原因影响，他们认为市场会取得比历史最高点更高的价位。对此，他们有50-50的机会，也许更高一点。但他们被套住与获利的概率相比，已经高于当前水平，对此我们不要再提前一个牛市，这对现在没有太大意义。

至于1953年的股市上涨，我同意纽约证券所主席佛斯通(Funston)先生在回答委员会一位委员提问时的论述，但我更强调投资和投机热情在市场价格波动中所起的作用。

我个人认为最基本的原因是人们开始由怀疑而变为自信，由开始担心股票的风险，进而现在积极地在股票市场上寻找机会。

1949年以来盈利能力的重要性一直没有改变，事实上一般公司的业绩在1953年～1954年比前5年下滑了许多，但在1954年以前，公众都在期待着股价回调，但又因为1953年中后期以来利润的下跌，而犹豫不决。这只是一个经济紧缩，尤其是在国民生产总值和可支配收入方面，这种紧缩改变了市场情绪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这紧缩给货币打了一针强心剂，让我们相信，我们不要担心那种大萧条，这种情绪变化对人们在对股票的估值时有影响，尤其是估计什么是合适的获利倍数。实际情况是，该获利倍数在1948年~1950年是8到1953年变为10，现在是14，仅仅比1936年~1940年时低一点。

我的观点认为仅是情绪变化，而不考虑其他因素，会把价格从100美元推到250美元，或从100美元推升至300美元。有一个有趣的现象自从1922年以来，美国电报电话公司的股利一直为9美元，而同期其盈利波动也相对较小，该公司的价格却从1922年的115美元到1929年的310美元，1932跌至70美元，然后在110美元~200美元之间波动。对于一般公司，情况比较复杂，1953年以前就其盈利水平而言，价格是偏低，但许多这些公司在1953年~1954年的盈利却少得可怜。在1954年以前他们的价格的变化一直落后于蓝筹股的变化。现在这些股票的交易量正迅速减少，市场充满着投机的气氛。但就整体而言，这些行业代表性公司的股票并没有像1946年那样被高估。

至于未来可用来控制投机的方法，我认为委员会应该认真考虑方法是否可行。尽管目前投机并不严重。但在未来仍存在致命的危险。如果能找到有用且可行的方法，我们就应该在有实施该方法必要之前决定好，而不是等到起火时，才讨论救火的方法。

大家需要认识到一点，华盛顿介入股票市场是非常危险而且富有争议的，因为你不能判断你准备所做的一切就是对的，也不知道最后结果是好还是坏。在这方面，与公众的窘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境相似，不知道应该是买进还是卖出股票，或者还是观望。尽管政府干涉有许多负面影响，但政府也有维护市场这样的责任。实际上这种责任是由联邦储备委员负责的，随着投机不同而变动准备金率。

我个人倾向于严格控制交易准备金，当联邦储备委员认为投机严重时，可以迅速将交易准备金提至100%，也就是不允许借钱炒股，原因是那些非专业投资人士借钱用于投机股票或其他方面是不会有好结果，对他们本人，对整个经济都不利。应该让商业银行担负起不直接向投机者融资的责任。

资本利得税已经极大地阻碍了股票出售，为了解冻人们手中的持股实现已有的利润，从而增加市场股票供应量，废除或降低资本利得税变得十分迫切。当然，它也有长处，我想应该更具体解释，我也认为这些大多是华尔街说的——我也是其中一员——只是一面之词，或者片面不完整的说法。

对资本利得征税是从1913年的收入税开始的，它给股票市场投机带来的影响也不是一个新问题。有证据表明资本利得税导致了市场不合理的高价以及波动。有许多反对意见认为资本利得税在理论上就不平等，而且在实际上不可操作。赞成者认为在对其他形式的收入征税时，而不对资本收入征税是不合理的。尽管我认为当前资本利得征收制度有待于完善，但就其整体税基而言，我不认为存在着不平等。最后，减轻税收极可能扩大市场股票供应量，因为持股者会出售股票而未获得实际利润，但同时也由于税收处的吸引也会进一步刺激买入投机，减税的最终结果是不可预料的。

我的观点是反对减税的意见应该忽略，这种税收政策只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在用于一个特别的阶段，以对付危险的市场情况。例如，生产率可以从25%降至12.5%，这种措施短期内会起到积极的效果，我相信在需要扩大市场时这种措施会极大扩大市场的股票供应量。而且财政部很可能会有大量收入。因为虽然降低了税率，但出售股票的比例高了。不管其对股价水平的影响如何，但投资者不会为此而受到伤害，即使在短期内也是如此。

正如资本利得税任何变动需要国会批准，我的建议也需要国会立法通过，我想最佳方法是授权给总统来改变税率，当然在一定限度内听从联邦储备委员会的意见。在关税方面，我们已经有此先例。

最后，我想说的是，当国会不应该随便插手股票市场，但有些时候也需要国会的关注。而我们现在很可能就处于这个阶段。

道·琼斯工业平均指数和通用电气公司股票的市盈率

表8-1 道·琼斯工业平均指数

日期	价格	上1年的市盈率	前5年的市盈率	前10年的市盈率	AAA级债券利率（穆迪评级）	随后的最低价格
1955年3月	414	15X	15X	18X	2.95	—
1946年最高点	212	20	21	22	2.46	(1946)163
1937年最高点	194	19½	43	21½	3.42	(1938)99
1929年最高点	381	25	28½	34	4.69	(1932)41
1927年最高点	202	14½	16	16	4.58	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表8-2 通用电气公司

日期	价格	前1年的市盈率	前5年的市盈率	前10年的市盈率	随后的最低价格
1955年2月	167[1]	23	28	38	—
1946年最高点	52	26½	30	31	—
1937年最高点	65	42	84	51	33（1946）
1929年最高点	101[2]	45	60	85	27¼(1938)
1927年最高点	36[2]	23	29	34	8（1932）

① 为了反映1954年的股票分割，以当时价格乘以3

② 为了反映1930年的股票分割，以当时价格除以4。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分

投资策略

看起来历史于事后几乎总是具有适用性：当其结束，我们能够像引用典故似地去证实为什么曾经发生过的事情一定会再发生，因为它先前发生过。然而，这并非真正很有帮助，很有益。丹麦哲学家柯克喀德（Kirkegaard）曾断言：生活只可能根据过去做出判断，而且这样生活以后必将重新度过。从我们在证券市场取得的经验看，这个规律的确有道理。

本杰明·格雷厄姆

《股市是否高涨至天价？前路问题仍在》

——《商业及金融编年史》1962年2月1日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这部分主要从格雷厄姆1946年至1947年在纽约金融学院(New York Institute of Finance)讲学时所用的讲演稿中摘录、引述，当时该学院为纽约股票交易所(New York Stock Exchange,简称NYSE)拥有及运作。后来，纽约股票交易所(NYSE)决定中断格雷厄姆的所授课程，纽约金融学院也被卖掉。格雷厄姆的讲演稿曾被转录、誊写、打印、复印以及被买卖，价格为一套(共10篇讲演稿)5美元，命名为《当前证券分析中亟待解决的问题》。格雷厄姆提出的许多证券投资方面引人争论的问题的的确确是当前亟待解决的问题，比如，如何分析一个由生产军用物资转变而来的民用品生产企业，在分析这种企业时，必须考虑美国政府为战时存货及扩张成本所提供的信贷支持。

毫无疑问，在阅读这些讲演稿时，有时可能会感到费劲吃力，尤如步入丛林，披荆斩棘。但许多读者愿意阅览这些讲演稿，沉浸于某一有特别吸引力的主题之中，仔细琢磨推敲。那些真正有耐心在证券分析的历史事例中开创道路的人将得到回报，所得回报就是格雷厄姆一生聚敛的无限智慧之晶中的一些。在某些复杂的讲解当中，格雷厄姆的话看起来像是脱离讲稿，恰好飞入读者的脑海当中。格雷厄姆的授课，无论是在纽约金融学院还是在哥伦比亚大学，都是场场暴满。

请注意，本书所选讲演稿都经过编辑，某些情况下仅仅是稍作修改。在特定的情形下，笔者已经对读

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者可能不认识的单词、缩略词或短语加以阐释，这些注释用括号标示。另外，有一些例子被删除掉了，特别是删除了那些过时的、或者与当前读者没有关系或关系很小的税收讨论部分。在讲演过程中所使用的用以代表某种事物的修饰性象征手法也已被删除。为了让某些愿意阅读未被编辑过的讲演稿的读者如愿以偿，未被编辑过的讲演稿被放在约翰·威利父子（John Wiley & Sons）网站上，网址是www.wiley. com/bgraham。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章

当前证券分析中亟待解决的问题

节选自纽约金融学院1946~1947年演讲集

第　一　讲

欢迎你们来听该系列讲座。报名听课的人数很多，这体现了对纽约金融学院的崇高敬意，或许也是对我这位讲课者的恭维。然而，报名的人很多还造成另外一个问题：因为听课人数太多，我们将不可能以非正式或圆桌会议式的方式来教授课程。尽管如此，尽可能地讨论问题、尽可能提出有见识的问题，对此我们还是表示欢迎，不过，我们将保留一种权利，即有权中断讨论，或者有权不回答某些问题，以便更好地开展我们的课程。我确信，你们大家都能体谅我们的难处。

我希望你们将发现，你们花费在该课程中的时间和金钱都是有价值的。但是我仍旧要补充一句，开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设本课程的目的仅仅是提供说明性例证和讨论，而不是为证券市场运作提供实际性建议。我们不为本课程字里行间所谈任何事例承担任何责任，并就我们自己的事务而言，对于所提及和讨论的种种证券，对其中任何一种，我们或许有兴趣，也可能没有丝毫兴趣。这正是我们很多年以来习以为常的教学问题，我们想尽快将其抛诸脑后。

这一课程的名称叫做《当前证券分析中亟待解决的问题》，这涉及到一个相当广泛的领域。实际上，其意思旨在试图使我们的教科书——《证券分析》一书更符合时代潮流，而这主要依据《证券分析》1940年再版以来历时6年的证券分析的经验。

划分证券分析有多种方式。一种划分方法是将其划分为三部分：第一部分是证券分析的技术；第二部分是无风险证券及普通股的评估标准；第三部分是证券分析师与证券市场的关系。

另一种划分方法是这样划分证券分析的，首先考虑被认为是调查员的证券分析师，其中，这些证券分析师的职责是将所有相关事实收集起来，并予以处理，然后尽其所能地将自己处理过的数据编制成脍炙人口和条理清晰的文件。其次考虑被视为价值判断者或价值评估员的证券分析师。我想，这种划分方法所划分的第一部分是相当有用的，因为针对于华尔街某些人来说，这是一个极好的活动领域，他们的主要工作是摘录事实，并且他们未经允许、不得对该事实发表言论，或做出任何判断，而是将判断这项任务留给他人去做。

如此忠于事实或许是非常有益的，这是因为证券分析师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对各种证券做出的判断受到证券市场条件的极大影响，以致于恐怕我们当中的绝大多数人，不能像良好的证券分析师那样去评估、去判断证券。我们发现，我们自己几乎总是以市场专家和证券专家的混合角色在行事。我曾一直抱以希望，一些年后这种境况该有所改善，然而，我必须承认，我并没有发现这种境况有显著变化，更不用说改善了。近来，华尔街的证券分析师，其行为方式一直始终如一、毫无改变，换句话说，他们一只眼睛望着公司的资产负债表及收入账户，另一眼睛却盯着股票行情自动指示器不放。

在引论这一讲中讨论证券分析师工作的第三个方面，是再好不过的事情了，这方面就是证券分析师与证券市场的关系，较其他部分而言，这一方面或许更有意思一点，而且，我认为把其作为导论性的东西也恰如其分。

证券分析师对待股票市场的正确态度尤如丈夫对待妻子的态度。他不应该过多注意妻子的言论，但是也不应该完全地忽视妻子的言论。这正是我们大多数人在面对股市时发现自己所处的立场、境况。

当我们考虑股市在过去6年中表现如何时，我们将根据以往的经验推断出：其表现相当好，犹如预期一样。首先，股市忽涨忽跌，并且不同的股票有不同的涨跌方式。我们已竭力把这一点说清楚、说简单，我们已在黑板上列举几支样板股票，并用这些股票1938年以来的股市表现情况来说明这个问题。请允许我利用这个机会，让我指出这些记录的某些特征，这些记录很可能会引起证券分析师们的兴趣。

我认为，证券分析师应从过去6年中，各支股票的行为特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

征中认识到两大基本特性。第一大特性是股市的连续原则(the principal of continuity)，而第二大特性是我所称谓的股市的欺骗性选择原则(the principal of deceptive selectivity)。

首先，考虑股市的连续性。如果你从一长期时间，比如说几年，去判断股市，你将发现一件异乎寻常的事情，即股市行情并不会永久偏离切线，而是仍旧处于连续的轨道之中。说股市行情并不偏离切线，我的意思是说，股市上涨至很高水平后，它不是以这么大的程度回落，而是回落到我们先前已经习以为常的水平。因此，我们从来没有发现，整个股市步入新的领域并永久性处于该领域之中，原因是股市中种种基本条件或基本因素一直在不停地变化着。我认为，你们都预期到股市价格会有这种新的变化。在过去30年里，我一直在观察证券市场走势，其间，我们历经两次世界大战，并经历了巨大的繁荣阶段与非常的紧缩时期，而现在我们正处于电子时代，故你们很可能认为，证券市场事实上已经永久性地改变了模样，其此时彼时的模样已不相同，以致于过去的记录对未来进行证券价值判断或许没有多大用武之地。

这些评论，对于1940年以来的证券市场的发展变化而言，当然是中肯的。当证券市场在过去几年里上涨到某一水平时，而这一水平过去未曾有过先例，以过去经验而言它又是足够高，证券分析师便会有一种共同的认识趋向，即认定一个新的价值水平已经建立，这个新的价值水平为新的股市价格所建立，而新的股市价格与我们先前习以为常的股市价格有所不同，这种现象很可能是个股作为整体比其过去价值更大所引起的。但是，个股作为整体较过去价值更大看起来似乎并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非属实，以致于过去的经验——即股票过去的价格水平和行为特征——可以被摒弃。

用具体的术语来表达连续性准则，其中有一种方式，如下文所示：当你把股市作为一个整体来看待时，凭借经验，你将发现股市行情上涨很大程度后，它并非仅仅下跌，当然，下跌是显而易见的，而是下跌至某一水平，这一水平大体上比先前的高水平稍低一些。因此，以较先前的而非当前的最高价格稍低的价格购买股票，始终是可能的。简而言之，这意味着，投资者说他不希望以高价格买入股票，原因是，就历史角度或就分析角度而言，高价格股票对他不具有吸引力，那么，该投资者就能够根据经验，相信他将有机会以较低价格买入这些股票，而且，买入价格不仅仅低于当前的高价格水平，而且也低于先前的高价格水平。总而言之，因此，如果你愿意的话，你完全可以把过去的高价格水平当做股市危险临界点（对投资者而言）的衡量标准，我认为你将会发现，过去的经验将为你使用这个具有实际意义的指标提供依据。所以如果你看一下道·琼斯工业平均指数图表，你可能会看到，在任何时间里，股市价格都从来没有脱离其过去的波动范围，无论是以一劳永逸的方式，还是以永久性的方式。这正是我前几分钟一直在竭力指出的事实。（编者注释：道·琼斯工业平均指数图表已从文中删除，不过格雷厄姆现在参照的是1946年以前的道·琼斯工业指数图表）。

说明股市连续性准则的另一种方式是观察道·琼斯工业平均指数的长期盈利情况。为此，我们要掌握1915年以来长达30余年之久的历史数据。非常意外的是，我们发现，道·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

琼斯工业平均指数的盈利水平一直保持在每单位10美元，即10%的盈利率，当然，道·琼斯工业平均指数的盈利水平反复地脱离10%也是事实。例如，1917年，其盈利水平上涨至每单位22美元，即22%，而在1921年，其盈利几乎为零，并且，在以后的一些年里，其盈利水平又恢复到了每单位10美元的水平，1915年每单位盈利额为10.59美元，1945年的单位盈利额几乎与1915年相等，其中所有的变化看起来似乎都在围绕一个中心数字波动。这就是所谓的股市连续性的含义。

接下来我想谈及的事情是股市的选择性准则。有一种看法一直在相当大的程度误导着证券分析师和证券顾问。在近期股市波动前的几周里，我注意许多证券经纪公司的证券顾问在发表一种言论，他们认为，既然市场行情已经停止上涨，该做的事情是选择性地购买股票，采用你仍旧能够从股票价格变动过程中获利的方式购买股票。当然，如果你将选择性定义为，挑选以后一段时间里价格将会上涨相当程度的股票，或者选择比其他股票价格上涨幅度更高的股票，你将会获利，这看起来似乎是顺理成章的事情。但是，很明显，这种定义并不恰当，也并非是一个真正定义。评论家们的意思是，如果你买入明显的具有很好盈利前景的股票，那么，你将顺着市场获利，然而如果你买入其他并不具有很好盈利前景的股票，你将不会获利，这种论调正是在他们实际的言论之中表现出来的。

历史经验表明，这是一个似是而非、值得争论的看法，也是一个极具误导性的看法，这亦正是我为什么把选择原则当做欺骗性概念的缘故。最容易说明这一点的方法之一就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选取两种股票，进行对比来予以说明，此处选择道·琼斯工业平均指数中的国民造酒公司（National Distillers）和联合飞机制造公司（United Aircraft）为例。你们将发现，国民造酒公司股票在1940年至1942年期间的平均售卖价格比其1935年至1939年期间的平均价格低。毫无疑问，当时，人们曾普遍认为，国民造酒公司的盈利前景并不是特别看好，这主要是因为人们认为战争并不是好事，对于像威士忌酒这样的奢侈品也被认为不是一样好东西。

同样地，你将发现，联合飞机制造公司的股票在1940年至1942年期间比一般股票表现更佳，因为人们认为这种公司有特别好的赚钱前景，联合飞机制造公司也不例外。但是，如果你基于这些明显的盈利前景差异而曾买卖这些证券，正如大多数人所做的那样，那么你将犯一个极大的错误，因为，正如你所看到的一样，国民造酒公司股票由1940年的低价格开始上涨，到近来已经涨至原价格的五倍有余，现在正以其1940年价格的几乎四倍的价格在出售。而联合飞机制造公司股票的购买者在该股票最优价格下只获取了很少的利润，而且，当前他将遭受其投入资金1/3的损失额。

选择性准则还可以从其他种种方式予以探究。



我之所以详细阐述股市连续性及选择性这两大准则，目的在于尽量使你们彻底明白这样一个事实，即那些在华尔街的人们和其顾客眼里看起来显而易见且简单朴实的东西，实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际上一点儿也不显而易见或简单朴实。挑选明显具有良好盈利前景的公司作为股票投资的对象，不论该公司是汽车工业成员，还是建筑行业成员，或者是任何两行业或三行业的混合型企业，几乎每个人都可以告诉你，这样的公司企业将在未来几年里取得良好的经营业绩，如果你对此仅仅做挑选这种简单而明了的事情，那么你在证券分析中将不会取得好的结果。那种方法仅仅是太过简单、太过明显了，以致事实上这种方法收效甚微。我认为，选择这种方法工作惟一的良好途径是，将其建立于可证实的价值差别基础之上，这种价值差别体现着，它运用过曾被很好建立的和检验过的证券分析技术，这些分析技术经常得出某种股票价值被低估的结论，或者得出至少该股票较其他股票更具吸引力的结论。

对此我举个例子，在三组普通股票之间进行相互比较，这种比较在1940年出版的《证券分析》一书中也曾涉及。要么在1938年末对它们加以比较，要么正好在战前对他们加以对比。在这三组股票之中，第一组由所谓的投机性普通股（speculative common stock）组成，其投机性在于其价格非常之高，第二组包括记录非常不规则的投机普通股，第三组由具有投资吸引力的普通股组成，其之所以具有投资吸引力在于他们经得起数量角度的检验。下面请允许我提及一下这些股票的名称，并允许我简单地指出他们当前的所处状况。第一组股票包括通用电气（General Electric）、可口可乐（Coca-Cola）、约翰斯-曼维尔（Johns-Manville），他们的组合投资价格在1938年末为每股281美元，近来其底价为每股303.50美元，这意味着他们的价格上涨了8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二组股票（除了他们不可能被很好分析之外，对该类股票我们阐发不出其他实质性观点）在1938年末平均售卖价格为每股124美元，近来底价为每股150美元，这意味着其价格上涨了20%。

第三组股票，即从定量分析角度而言，具有投资吸引力的股票，在1938年末其平均卖出价为每股70.50美元，其近来的底价为每股207美元，这意味着该类股票价格已上涨190%。

当然，这些现象很可能纯属巧合，因为，你不可能用一两个例子来证实一条原理或准则。但是我认为这很好地说明了，通过使用投资价值检验，一般地，你应该取得的投资结果，这与强调普遍的盈利前景存在显著差别，而普遍的盈利前景在绝大多数的证券分析中担任如此重大的角色，以致于我须对华尔街进行一番调查。



最后，我想就近期的股市行情上涨的脆弱性这一状况提出自己的看法，而股市行情上涨的脆弱性正是新的普通股入市所致。新入市的普通股其交易总额并不很大，不过成千上亿美元而已，原因是这些新上市的公司一般都相对较小。但是，我认为，这些新入市股票给华尔街的仁人志士们的境况所产生的影响却是巨大的，因为，我非常确信，所有这些新入市的股票的购买者，就是那些并不清楚自己在做什么，从而也不晓得自己正受制于自己的投资态度和看法的急骤变化的人。如果你对最近12个月里我们亲眼目睹的这种典型的新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入市股票加以任何真正地仔细研究，那么，我敢保证，你将得出一种结论，这个结论与证券交易委员会（Securities and Exchange Commission）在1946年8月20日做出的相同，不幸的是，当时该结论仅以脚注标示。该委员会是这样表述这个结论的："许多新股票，其购买风险非常明显，以致在注册登记表(registration statement)和募股书(prospectus)中都已明显表现出来，然而如饥似渴的投资者们却以天价狼吞虎咽地将其'消化'掉，纵然这些新股票价格远远超过其盈利所可能促成的价格，这种疯狂地热炒新股票证明了一点，即这种对股票的过度需求内涵着投资者买股票具有明显的盲目性、鲁莽性。对新入市股票实行注册登记的办法并不能治愈这种病症。"

事实也的确如此。有一件非常出奇的事情是，某种股票的数额越少，其售卖的价格相对来说就越高。其中道理在于，大多数更加健康的股票已被售卖出去，为公众持有，并且，这些股票的市价是建立在买卖双方正常行为的基础之上。而新发行上市的股票，我认为，其市价主要取决于这样一个事实，即证券包销商能够以任何价格发售该股票，因此，这些新发行上市的股票，其市场价格就有相对较高的倾向，从而可能高于同等条件下表现较佳的股票的价格。

我想，有必要向你们简要说明一下最近出据的某一募股书，大约在一周前，该募股书被归纳在《标准公司记录（9月13日）》（the Standard Corporation Record）一书中。我认为，这支股票并没有真正卖出去，而是企图以每股16美元的价格进行售卖发行。该公司的名称是北方刻模及制造公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Northern Engraving & Manufacturing Company），经计算，我们得出该公司简单的股权结构：该公司还有250 000股股票等待发行，其中部分将以每股16美元的价格出售发行，发行筹集的资金额记入股东权益账户，这意味着，如果其股票全部发行出去，其市值将达4 000 000美元。

那么，新股东将会为其4 000 000美元的股份得到何种补偿呢？首先，他得到的是价值为1 350 000美元的有形权益，因此，他正在以3倍于该有形权益的资金向该公司投资。其次，他将获取收益，这种收益可以很快地被归纳计算出来。在1936年至1940年的5年时间里，该公司平均每股盈利21美分，在1940年至1945年里，其平均盈利达到每股65美分，换句话说，该股票目前的售卖价格是战前盈利额的25倍。然而，其中自然有某种因素使该项投资成为可能，我们发现，在1946年上半年这6个月里，该公司的盈利额达每股1.27美元，从中我们找到了这种因素，按照华尔街的通俗说法，人们一向认为某支股票只可以以其盈利的6.5 倍价格进行买卖，这样，16美元是2.54美元的6至7倍，故2.54美元正是该股票的每股年盈利额。

当然，单单以某6个月的盈利数字为基础，向公众提供信息，是再坏不过的事情了，如果这时所有其他数据会使其股票的价格出奇地高的话。然而，就我而言，此种情形的非常之处在另一方面，即与该公司业务性紧密相关的那个方面。该公司生产金属门牌、各种仪表、钟面及镶板等等，而且以上产品在有购买合同或订单情况下才生产，这些产品主要为汽车制造商、控制装置生产商、设备制造商等使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在我并不想过多强调行业分析，尤其在我们的证券分析课程里，并且，从此以后，对此我将不再加以强调。然而，我们不得不承认，任何称职的证券分析师少不了要有一定的公司业务感。这样的证券分析师一定得这样询问自己，“一个公司，其业务经营以与某些汽车制造商及其他制造商签订买卖合同为前提，并且该公司已投入的资本和其销售额与这些汽车制造商及其他制造商紧密相关，那么它在这样的行业中能够取得多少利润呢？”

在1946年1月至6月的6个月里，该公司的销售税后利润率为15%，而先前预计的销售税后利润率大约在3%~4%左右。在我看来，任何人都会清楚，这样好的盈利状况源于这么一个事实，即该公司的产品，只要它能够被生产出来，那么它就能够被完全售卖掉，从而，在这种市场条件下，该公司能够实现极高的利润目标。我想，其实事情非常明显，在更加健全的市场环境下，这种业务注定经常会依赖于其销售额取得小额的超额利润，并根据其净值获得适量的利润，原因在于，这种业务除了向用户、购买者提供如何生产出小型器具机械的专有技术(know-how)外，另外的什么也无从提供。

我相信，那正好说明了公众在这个新近发展起来的证券市场上曾得到了什么。我还能够给出其他数也数不清楚的例证。但我想，我得提及那个值得提及的例子，因为它与其他例子的情形大不一样。

泰勒飞机制造公司(Taylorcraft)是一家小型飞机制造商。在1946年6月，该公司向公众以每股13美元的发行价格发行了20 000股，公司获得每股溢价1美元；后来，公司董事会投票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定将其股票一分为四，进行股权拆分，当前该公司的股票以每股在2.5美元至2.75美元之间报价，这与股权拆分前的每股报价11美元相匹配。

如果你审视一下泰勒飞机制造公司，你将发现该公司股票表现非凡。首先，该公司的股票，今天的市值总额为3 000 000美元，这恐怕是处于一个弱市条件下的公司业绩表现。而在1940年6月30日，该公司的营运资本仅为103 000美元。这完全能够表明，公司营运资本，首先扣除发行股票所取得的资本金收入，其次并不包括流动负债，那么还有196 000美元的剩余额，而这196 000美元正是该公司的目前利用公司法第722条款所取得的额外的避税利润。实际上，据我所知，每个公司都在尽力利用公司法第722条款削减他们的额外所得税。而这个公司是我所了解的尽力利用该条款，但并没有将其额外的所得税作为流动负债记录的惟一一个公司。

这也表明，有130 000美元的应付预付税款，其期限超过一年，当然这并不一定以流动负债来记账。最后，该公司的股本金有股权溢价，其总金额为2 300 000美元，但这个数目仍然小于该公司3 000 000美元的股票市值。然而，即使如此，我们注意到该工厂曾标价为1 150 000美元，故该公司的股本金及股权溢价大约有一半的金额体现着所谓工厂恣意加价。

现在，有关泰勒飞机制造公司本身还有几件其他有趣之事，而且，如果你将该公司与其他飞机制造公司加以比较，你将发现另外还有几件更加有趣的事情。首先，泰勒飞机制造公司不编制或发布年度报告，很明显，该公司财务状况并不十分良好，从而其发行股票采取某种并不需要在证券交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委员会（SEC）注册登记的数量形式。然而，对于一个财务状况很糟糕的公司而言，靠安排发售股票来渡过财务难关，并在同时将股票一分为四，这无疑也是一件与众不同的事情。这种将股票一分为四的操作方式，即将股票单价由11美元稀释为3美元，在我看来，你们能够看到，这将走向华尔街股票买卖中最缺乏头脑、最缺乏理智这个方向。

然而，真正令人惊奇的事情是把泰勒飞机制造公司和某个公司进行一番比较，比如说，和科堤斯·怀特公司（Curtiss Wright）进行比较。在股权拆分之前，泰勒飞机制造公司和科堤斯·怀特公司股票的售价几乎一样，然而其中含义却迥然不同。既然科堤斯·怀特公司股票的目前市场价格较1939年平均价格低得多，因此科堤斯·怀特公司与联合飞机制造公司（United Aircraft）就有些相同之处。联合飞机制造公司在1939年的平均市价为每股8.75美元，而其近期市价是每股5.75美元。与此同时，科堤斯·怀特公司已将其营运资本金额由大约12 000 000美元扩展至130 000 000美元左右。结果该公司现在在市场售卖发行的股票，所获取的资本金额不到其营运资本金的2/3。

科堤斯·怀特公司在小型飞机制造公司领域，碰巧是最大的生产厂商，而泰勒飞机制造公司很可能是该行业最小的生产企业之一。有时，企业规模小有小的特点，规模大有大的不利。尽管如此，然而却很难让人相信，财务状况处于弱势地位的小型公司企业值得注入比其有形资产多得多的投资资金，然而，同行业内最大的企业所发售的股票权益却较其营运资本要少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我现在所作的如此对比，就我而言，表明两个事实，首先，这不仅说明近两年来证券市场里明显存在着滥用职权的现象，而且说明这样一个事实，即证券分析师在许多情况下都能够做出相当准确的判断，他们可以断定，某种证券相对而言不具有吸引力，而其他证券则相对而言较具有吸引力。我认为，相同的情形存在于今天的证券市场里，就如同其始终存在证券市场里一样，即在证券市场里，存在着大量的可被证实的股票市场价格与内在价值不相符的事例，这虽然不是绝大多数，但却有足够多的情形、事例，以致值得引起证券分析师的兴趣，去做该项工作。

当我得到科堤斯·怀特公司单单发售其营运资本金的⅔或少于⅔的股本金时，我就想到了二战，于是我认为还有一点需要提及，因为这一点正好可以让你们明白证券市场连续性这一准则的涵义，并以此来结束本堂课程。

在上一次世界大战期间，你们或许刚接触飞机制造业，当时怀特飞机制造公司（Wright Aeronautical Company）是该行业最主要的生产厂家，该公司以小规模的方式经营，经营得非常出色，赚了相当多的钱。在1922年，看起来似乎没有人对怀特飞机制造公司的未来抱以任何信心，或许你们当中的某些人会记得在《证券分析》一书中，我们曾对此作为参考。当时，该公司股票每股发售价格为8美元，而当时该公司的每股营运资本大约是18美元，这或许是因为市场普遍预测该公司的前景并不十分诱人所致。然而，正如你们可能会想到一样，该公司的普通股票的市场价格后来上涨到了每股280美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，再来看一下二战后的科堤斯·怀特公司可能会是一件很有趣的事，该公司目前正被视为或许是完全没有吸引力的公司，这是因为，尽管该公司已经赚了一大笔钱，然而，其所发售的股票，计算起来，只占其资产价值的一个很小的份额。我并非想预测，科堤斯·怀特公司的股票价格在未来的10年里，会像怀特飞机制造公司股票自1922年以来那样飞速上涨。这种预测成功可能性会非常小，这是因为，如果我的记忆不错的话，怀特飞机制造公司的股份，在1922年大约只有250 000股，而当时科堤斯·怀特公司却大约有7 250 000股，股份的多少不同是证券分析中极其重要的一件事。然而，看到某些公司股票，仅仅因为它们的即刻盈利前景为投机气氛所笼罩，而变得非常地不受欢迎，却是一件非常有趣的事。

针对科堤斯·怀特公司股票的个股图，我还想说另外一件事，这会把我们引向证券分析技术这一领域。证券分析技术，我打算在下一讲进行讲解。如果你研究一下科堤斯·怀特公司过去10年里的盈利表现，你会发现，图表中所显示的该公司的盈利额每年表现都相当好，然而其真实盈利额可能比这还要高出许多，因为，巨额的储备金是从这些盈利中事先扣除的，并最终在资产负债表中以流动资产的形式体现出来。这一点，在当前的证券分析技术中显得非常重要。

在分析某公司二战期间业绩表现的时候，采用资产负债表分析方法是非常重要的，或者至少利用资产负债表对该分析进行检验，换句话说，就是要从二战结束后的资产负债表所示的公司价值中扣除二战开始时的资产负债表中所示的公司价值，并把分配的股利加回去，这个已根据资本交易进行调整后的计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算总资本金额会让你知道，该公司在二战期间实际上已实现的盈利数额。就科堤斯·怀特公司这个案例而言，在单纯公司年度报表所显示的盈利额与二战期初、期末资本溢价和储备金比较所显示出来的盈利额之间，存在着44 000 000美元的差额，单单这些额外的或隐性的盈利会使股票的市场价格每股超过6美元，今天该股票仅以该价格的一半左右在发行售卖。

第 二 讲

只要对我们教科书熟悉的人都明白，由于种种原因，我们建议你们采用比较的资产负债表分析方法分析证券，原因之一就是这种分析方法可以对年度报告的盈利状况进行检查。在刚刚结束的二次大战期间，检查年度报表中的盈利额显得尤其重要，这是因为年度报表中的盈利，一直受到诸多非正常因素的影响，只要对资产负债表的发展变化加以研究，你们就会明白其真实特征所在。

在黑板上，我已列举一个简单的比较性例子，用来说明这一点。这并非特别地引人入胜。这个例子，是我很偶然想到的。因为，在今年年初，川舒-威廉姆斯（Transue and Williams）和巴达(Buda)两个公司的股票买卖价格相同，每股发售价均为33.50美元，并且在分析研究这两个公司时，我发觉，把年度报告中的每股盈利与《标准统计数据》(Standard Statistics）年报的每股盈利等同起来，这一通常的分析程式，会使股票购买者轻易地被误导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，简要介绍一下资产负债表比较分析方法的步骤或程序。起初，资产负债表比较分析法实际上是一个相对比较简单的做法，其程序如下：首先，你必须取得某种股票在期末时的股东权益，然后你应从中减去其期初股东权益，所得差额便是该期间的公司盈利额。但是这个盈利额还要进行调整，首先扣除与盈利额无关的账项，其次加入已经支付的股利或分红，然后你将得到该期间由资产负债表所体现出来的公司盈利额。

就川舒－威廉姆斯这个例子而言，该公司最终股东权益为2 979 000美元，其中60 000 美元源于股票发行，以致调整后的股东权益为2 919 000美元，图表中所列示的盈利总额为430 000美元，或者说每股盈利3.17美元。只要你愿意，在任何时候，你可以将盈利总额转化成每股盈利额。在把每股红利9.15美元加回去后，你得到的每股盈利将为12.32美元，这就是资产负债表所体现出来的每股盈利。如果你观察一下在《标准统计数据》年报中我所给出的数据，你会发现10年来，这些数据总和为14.73美元，比12.32美元多出了2.41美元，这说明该公司在什么地方实际上丢失了一部分盈利。

巴达公司的情形与川舒－威廉姆斯公司相反。在日期的选择上，1945年7月31日和1946年7月31日，两者我们可以任择其一。碰巧在昨天，该公司1946年7月31日的各项财务数据刚被统计出来，尽管如此，为了达到了解巴达公司情况这个目的，考虑该公司1945年7月31日的各项财务数据，显得更加简单一些。

我们发现，到1945年7月31日，该公司的股东权益总增加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额为4 962 000美元，或者说每股增加为25.54美元，而股利并不是很丰厚，每股只有4.20美元，从而资产负债表所能体现的每股盈利为29.74美元，但在损益表中其每股盈利仅为24.57美元，因此，如果你认为源于资产负债表中的储备账户是股东权益的一部分，并且不形成公司的一项负债的话，该公司实际盈利比年度报表中所列示的盈利要高，每股略高出5.17美元。

如果你想找到上述两个公司结果相异的原因，你一定会发现，其中原因在于，两个公司对储备项目的处理方式有所不同。川舒-威廉姆斯公司年度报告中的盈利额，是事先考虑并扣除了储备金后的盈利额，储备金主要为股权再转让而设，出于这种原因，该公司几乎每年都要拨付一笔实实在在的资金到储备金账户。在1942年至1945年期间，该公司该项准备金额总计达1 240 000美元。结果往往是，因股权转让而需拨付的资金数额，超过该公司储备金账户的资金数额，因此，川舒-威廉姆斯公司所设立的储备账户显得非常必要，用于支付该公司所不能不面对的费用的支付准备，拨付的这些准备金不仅仅是实实在在的，而且其总额实际还不足以应付所需要的支出的费用。我想，或许我应当就此方面做些补充说明：川舒-威廉姆斯公司虽然声称，其准备金为种种偶然性因素而设，然而实际上其准备金成为股权再转让准备金，而且其所拨定的准备金额不足以抵付股权转让所需费用，这正是上面我曾提到的。

巴达公司在这方面却与川舒-威廉姆斯公司的做法相反。巴达公司为应付股权再转让费用，准备了充足的资金，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常为此从盈利中拨付资金，并且另外还设立了应付偶然事件的准备金账户。由于在1946年7月，该公司为应付偶发事件所设立的准备金账户，仍有约1 000 000美元的余额，因此，很明显，无论从何种角度看，该公司这两项账户并不构成公司的实质性负债。

川舒-威廉姆斯公司的准备金账户余额曾一度上涨到很高水平，但是，在1945年末，却下降到了13 000美元，这表明川舒-威廉姆斯公司设立储备金账户是非常必要的。

现在，请允许我暂停一下，看一下你们对此解释是否有任何疑问，比如，为什么按照这两种计算模式，会得到不同的盈利额，或者为什么巴达公司实际盈利比其年度报表中列示的盈利要多，而川舒-威廉姆斯公司实际盈利却比其年度报表中列示的盈利要少。

（作者注释：在第二讲的剩余时间里，格雷厄姆将科堤斯·怀特公司的资产负债表同联合飞机制造公司进行了类似比较，接着又讨论了铁路资产如何进行折旧，以登威尔及瑞·格兰德铁路公司（Denver and Rio Grande Railroad）为例。本书所删除的那一部分讲稿在约翰·威利父子网站上可以找到，网址是：www.Wiley.com/bgraham。）

第 三 讲

几天前，有另外一个会计项目引起了我的注意，该账项带有战争的痕迹，即很有名的存货计价法LIFO，即后进先出法（Last-in, first-out）。对“后进先出”这项会计原则，想必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你们大家都很熟悉，对此我无需赘述。后进先出法对某些公司企业的资产负债表中的某些数据，有着相当重要的影响，然而，对其收入账户的影响却不是十分地重要。

LIFO只是一种会计处理方法，得到了1942年开始颁布实施的新的所得税法规的使用准许，在这种条件下，并不是认为最先购买的商品被最先售卖或者被最先加工使用，而是允许公司企业将最后购买的商品当做最先被售卖或加工使用的。因此，存货成本得以控制，即使在商品价格趋于上涨的时期，存货成本也能被控制，这是因为，在后进先出法条件下，没有必要对在价格开始上涨时取得的存货进行计价。使用这种方法会有三个后果：一是降低存货成本，以致低于市场水平，在某些情况下，存货成本较市场价格相差很大一个数额；二是会相应地减少年度报表中利润额；第三，或许最为重要的是减少了公司所须支付的所得税额。

如果你想按照这种方式考虑这个问题，那么在资产负债表中所列示的存货账户余额，低于存货的真实价值，或者，如果你想以一种更加保守谨慎的方式去考虑LIFO的作用，那么你可以计算出一个“缓冲额”，它可以在不引起任何现金损失的情况下“消化”下降的存货价值。

联邦百货公司（Federated Department Stores）的年度报表，前几天刚发布，对于后进先出法（LIFO），该年度报表做比较详细的说明，该公司发觉这样做是很有必要的，原因是他们正面临一个棘手的税收问题。自1942年以来，该公司在存货下降方面获取了某种好处，如果不是使用“先进先出”（First-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

in，first-out）这一惯用的存货计价法，而是采用“后进先出”法的话，该公司的应税利润为3 875 000美元，这将使该公司的税负减少2 590 000美元，并且在这五年半的时间里，其税后利润将减少大约1 150 000美元。

该公司所提到的困难是，在百货公司这一行业里，要确认某件被卖掉的商品是何时买入的，实际上是不可能的事情。因此，联邦百货公司一直在试图利用所谓的零售物价指数的变化来判定，后进先出法对其会计做账会产生什么影响。目前联邦百货公司在这个方面与财政部存在分歧，财政部认为会计准则中的后进先出法条款并不允许借助任何价格指数来估计存货成本，因此，联邦百货公司必须重新采用原先的先进先出这一存货成本计价法。如果你再回顾一下后进先出法，你会发现，采用这种方法意义非常重大，也十分有趣，原因在于，后进先出这种存货计价方法与两周前我们曾经讨论过的战争期间实行的工厂设备分期付款措施十分相似。请你们回忆一下，这些公司企业当时有机会减少他们的固定资产，甚至可以将固定资产金额降低为零，近来这些固定资产又重新为这些公司取得，减少固定资产这种做法，可以使他们享有税收优惠的好处，然而这在一定程度上会降低他们的盈利数额，使用后进先出法将产生与此极其相同的效果，如果你降低自己公司所有存货数量，虽然会在纳税方面节约一大笔钱，但是，在一定程度上也同时减少了贵公司的显性盈利额。

我认为，对于证券分析师而言，认识到后进先出法是一项额外的谨慎性因素，意义非常重大，像这样的谨慎性会计处理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法，是在最近五六年里才进入公司会计业务处理之中的，这些谨慎性做法或许可以增强公司应付损失的能力，特别是应付经济萧条时公司所会遭受的巨额亏损，因此我个人认为我们应当把这样的因素作为证券价值的加项予以确认、考虑。

（编者注释：本书对第三讲进行大幅度地编辑和修订，在第三讲的剩余时间里，格雷厄姆详细探讨了后进先出法，然后谈到公司的分红对股票价格的影响，还谈到地区性经济成长对铁路公司盈利所产生的冲击，如果你想通览本讲，请到约翰威利父子网站上查询，网址是：www.Wiley.com/bgraham）



南太平洋公司（Southern Pacific）股票比北太平洋公司（Northern Pacific）股票卖价高得多，其最具说服力的原因是，南太平洋公司正以每股4美元支付红利，而北太平洋公司则以每股1美元支付红利，很明显这种在股利政策上的差异会使他们的股票市场价格截然不同。

以后，我们必须时刻考虑这样一个问题，即股利分配比率作为一个股票市场价格的决定因素，在多大程度上是有效的或合理的，当然，在投资者所购买的证券领域里，无可否认，红利分配的多少的确对股票价格有很大影响。

两年前的这个时候，我们正在这里教授《如何评估股票》这一课程，当时，我们偶然地将瑞丁(Reading)和宾州(Pennsylvania)两家铁路公司进行了对比。那时，我们发现，在盈利状况和财务实力方面，瑞丁和宾州这两家铁路公司实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际上非常地相似。不过，瑞丁铁路公司只向股东支付每股1美元的股利，然而，宾州铁路公司却向股东支付每股约2至2.5美元的股利，其结果是，在1945年，宾州铁路公司股票平均售价为每股20美元，而瑞丁铁路公司的股票平均卖价为每股24美元，在这之前，我以为两个公司的股价之比大约会是2:1，尽管他们的盈利率近乎一样。

近来，我又偶然地发现一个相当令人震惊的证据，表明在保险公司这一行业，股利政策对股票价格也会产生影响。如果你拿新阿姆斯特丹意外险保险公司(New Amsterdam Casualty Company)和美国忠实担保公司（United States Fidelity & Guaranty）加以分析，你会发现，这两个公司在各个方面几乎都相同，比如，其业务性质和其资产特征，惟一不同的是，其中一家公司的股票数额、资产数量及业务量是另一家公司的两倍，而且他们的每股盈利也近乎相等。然而美国忠实担保公司股利分配为每股2美元，而新阿姆斯特丹意外险保险公司支付的股利为每股1美元，因此你得到的股票价格，前者股价为42美元，后者股价为26美元，其中关系不言而喻。

因此，毫无疑问，南太平洋公司与北太平洋公司的股利分配率的不同，足以解释二者股票价格之间的关系，这无需参考证券分析师所可能提出的其他问题，便能自圆其说。

以后我们必须考虑，证券分析师在从事证券分析时，是否会抓住这样一个事实，即从任何角度看，只要不是从股利政策角度观察，如果某两个公司的内在价值差不多相等，然而因为实行的股利政策不同，两个公司的卖价（或说市场价值）就存在着巨大差异。不过当前我认为，我们还没有必要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑这个问题。然而这个问题应当被提出来，即你在事态正常发展的情形下，是否会预想到股利政策将会根据公司盈利的丰歉做相应调整，从而股票的市场价格最终将根据公司的盈利进行调整，而非取决于恣意的股利政策。要回答这个问题，并得出某个结论，显得非常困难，因此我宁愿在别的某个时候讨论这个问题。

学　生：我曾听说过这样一个有关南太平洋和北太平洋两大公司的评价，即位于美国西南部的得克萨斯州（Texas），其经济发展速度比美国西北部大部分地区要快得多，既然南太平洋公司地处这个快速发展的得克萨斯州，于是，根据这一点，某些证券分析师更加愿意选择南太平洋公司的股票，而不是北太平洋公司的股票。

（编者注释：格雷厄姆对这个问题进行了详细的回答，而他最后一点叙述，即下文紧接着的那段话，可以概括他对该问题的看法和想法。如果你想参阅格雷厄姆回答的所有内容，你可以在网站：www.wiley.com/bgraham上查找到。）

格雷厄姆：当然，一个地方与另外一个地方，其未来经济前景的普遍差异，与铁路板块的股票分析的关系非常密切。然而，我必须提及的一点是，我在我自己的的工作中发现，在证券分析中，你可以更多地依据于因公司盈利及费用引起的公司价值差异，而不能过多地依据不同地区的可能固有的差别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 四 讲

我发现，有一个同学给我提出一个很有意义的问题，为了这位同学和全班同学的利益，我很高兴回答这个问题。他的问题是从《证券分析》一书中引述的，在该书的691页上，书中是这样叙述的，"从多年的观察中可以判断，看起来，只要在考虑公司未来盈利前景这一问题时具有一般的警觉性和良好的判断力，也只要在股市各项统计数据均过高时能够避免涉入股市买卖股票，那么，将资金投入价值明显被低估的普通股股票上，就一定会获得成功，盈利颇丰。"

以上是我们的陈述，这位同学的问题是这样叙述的："读完我们所出版发行的《金融编年史》后，有人会得出这样一个结论，即您认为道·琼斯工业平均指数在185点时就显得非常高了。一般而言，在超过多高的价格后，您将认定道·琼斯工业平均价格为高价，而在什么范围内，您将认定其为正常价格呢？"

当然，这是一个非常直接和非常重要的问题，不过我首先要对该问题加以修正。如果我记得不错的话，在1945年10月期的《金融编年史》中，我们对当时的股票价格进行了讨论，但是道·琼斯工业平均指数达185点，就统计角度而言已非常高，这并不是我们的结论，我们的结论是，它只是一个历史高点。明确这一点相当重要，我们当时指出，以前如果股市没有处于危险境况之中的话，道·琼斯工业平均指数不可能超过185点这个水平。

就讨论统计数据而言，我认为，我们曾发觉，185点或其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

左右，好像并不是去年道·琼斯平均指数的正常水平，并且，从统计角角看，其实并没有特别的理由，害怕股市指数会上涨至185点。尽管如此，我们的主要意思是说，从历史角度看，还是有理由为此引起警惕，因而我们试图以此告诫大家。就我们所能够判断的道·琼斯工业平均指数中心值而言，我们倾向于认为，当前的指数水平或稍微比这个水平高一点的指数水平，很可能就是未来某个时期的道·琼斯工业平均指数的中心值。在那篇文章中，我们所给出的中心值的数字是178点，即所谓的“评估值”。因此，在当前的股指水平下，并不存在特别的值得警惕的因素，即对购买价值被低估证券产生不利影响的因素。我们还想提醒大家引以为戒的一点是，如果你很偶然地在经历着牛市、熊市的交互更替，当股市行情倒退至其平均水平时，它就会必然地停止下降。先前从股市中总结出来的经验表明，正如在牛市时，股票价格会上涨至很高的水平一样，在熊市时，股票价格也会下跌到很低的水平。如果我们正在重复与过去相同的经历，那么历史的相似性会指出，当前股票价格较低，这仅仅因为在熊市时，股票的卖出价低于股票的内在价值，正如同在牛市时，股票的卖出价高于股票内在价值一样。至于，这是否意味着，一个人因为认为股票将进一步下跌而放弃购买廉价的证券，则是另外一个问题，而且我们认为这主要是个人的私事。我们的建议是，在此种情形下，投资者将钱投入股市，购买股票，与等待股市下降到谷底再进行投资相比，前面这一投资策略较优。如果你在相当不错的条件下，即在特定的具有诱惑力的条件下，将你的资金投入股市购买股票，我认为你应当这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做，即使股市行情会进一步走低，并且你所购买的股票，其价格可能在你购买之后进一步下跌。回答这个问题将需要长篇大论，但是这却是一个很有趣的问题。

或许我应插入一个引导性的陈述。碰巧在上周，我注意到一则有关泰勒飞机制造公司的消息，对于泰勒飞机制造公司，在我们上一堂课中，我们已经做过简要的分析，分析了不利于泰勒公司的因素，你们已经知道，该公司在去年夏天，以我们所认为的相当大的“勇气”发售了一批股票。我现在发现，该公司正处于财务困境之中，以致其破产清算的受托人已经被指定。这个例子在证券分析中，算得上是一个相当极端的例子。（笑声）

今晚我们授课的目的是，开始针对证券分析中影响公司未来盈利的因素进行讨论。在第二讲、第三讲中，我们只是或多或少谈到了如何分析公司过去的盈利，当然，针对这个问题，我们现在可以写很多本书。然而，从头开始，从最广泛的角度去探讨这个问题，并不是我们的目的，我们的目的是，假定你对于我们在《证券分析》这一书中给出的处理公司未来盈利因素的一般方法已经熟识，然后，对这个问题加以进一步的详察，特别要详察过去几年里，在这个方面所发生的事情。

我想，我得以至少能够激起全班同学的两位成员兴趣的东西来开始我的话题，那么就以盈利能力（Earning Power）这一术语的定义来开始我的话题。盈利能力这个术语一度被不加限制地使用，以致我准备以官方的名义，禁止在华尔街随意地使用这一术语。当某人断言，某支股票具有很大的盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利能力时，我敢确信，听其所言的人并不明白他的意思是什么，因此，还存在着一种可能，即使用盈利能力这个术语的人，自己并不知道这一术语的含义到底是什么。

我认为，准确表达盈利能力这个术语，必须将其划分为两种类型的盈利能力，一个是公司的过去盈利能力，另一个则是公司未来的盈利能力。很明显，公司过去的盈利能力是相当确定的，并且它应当被认为是过去某一确定时期里的平均盈利能力，但是，如果没有特别指明，公司过去的盈利能力就是过去某一代表性时期，比如5年、7年或者10年的平均盈利能力，这才是公司过去盈利能力的特定涵义。

如果你得出了公司的未来盈利能力，那么你的意思是指，该公司在未来某段时期的预期平均盈利额。我想，我们当中大多数人，对于我们所要谈到未来时期长短的选择，会有相当一致的认识。我建议将其约定为5年期，并且，当我们谈到某个公司未来的盈利能力时，我们应当记住，一般情况下，它是指该公司紧接着的未来5年的盈利能力。我之所以说“一般情况下”，是因为你可能会遇到这样的情形，即某公司在未来某段时期内，很可能其未来5年里的盈利能力将受到非正常的条件影响，从而进一步加以区分是必要的，也是值得的。随后，我们将谈到如何分析建筑行业公司的股票，其中，你最好对繁荣时期的盈利能力和正常时期的盈利能力加以区分，繁荣时期或许会向以后延伸几年，如果类似的事情存在于建筑行业的公司之中的话。但是，除了某些特殊情形以外，比如我们曾经历过的战争时期，我想，把公司未来盈利能力当做紧随其后的未来5年时间里的预期平均盈利能力来使用，将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成为惯常的表达方法。这样约定俗成后，是非常有用的。

就华尔街对盈利能力及盈利前景术语的使用而言，请允许我指出一点，目前，在许多人的脑海里，盈利能力并没有当做某一适当长的时间里的公司平均利润，而是有千奇百怪的理解方式，有的人将其视为刚刚实现的盈利额，也有人将其看做即将来临的某短时期里的盈利额，比如说未来12个月的盈利额，另外还有人将盈利能力当做长至无限期的盈利额来考虑。

例如，一个具有良好前景的公司，可能会成为一个无止境地、一直在或多或少增加其盈利额的公司，因此，当你在考虑该公司未来情况时，准确地指出你正在谈及的盈利能力为公司未来盈利能力，就显得没有必要。实际上，对于具有良好盈利前景的公司而言，其未来长期盈利能力这个概念自身表明，它不是用来特指某个特定的盈利额，而是用来表示一个乘数，该乘数适用于公司近年盈利额或过去一段时间的平均盈利额。

我想起，1939年我们在该课程的第一讲中，曾做出过某项分析，我认为，这项分析，能够很好地说明上述问题。我们在黑板上给出了A、B、C三家公司，其中有两家公司，我们并没有特别指明是哪两家公司，他们在过去5年里的盈利额几乎完全相等，每股盈利均为3.50美元，而且两家公司两年盈利额也非常接近。两者之间惟一的差别是，一家公司的股票卖出价为每股14美元，而另一家公司股票的卖出价为每股140美元，股票卖出价为140美元的是道化学公司（Dow Chemical）股票，而卖出价为14美元的则是瑟格门斯造酒厂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票（Distillers Seagrams）。

很明显，14美元和140美元之间的悬殊差距意味着，投资者非常看好道化学公司的经营前景，而对瑟格门斯造酒厂经营前景的看法却大不一样，或者说认为这比道化学公司要糟糕得多。这种判断表明，道化学公司的盈利能力乘数，即市盈率是40倍，而瑟格门斯造酒厂的市盈率则是4倍。

我认为，这种想法是华尔街街头那种非常危险的思想或想法的代表，而证券分析师应当尽量远离这种想法，避免同流合污。这是因为，如果你能预计出道化学公司远至2000年的盈利额，并以此来决定该公司的内在价值，那么你当然可以为你希望的价格找到十足的理由。然而，事实上，真正发生的事情是，你首先取得的是股票的价格，诚然这个价格不仅仅是当前的市价，而且可能是比当前市价稍高的某个价格，如果你看涨该股票的话，然后，你再找到一个市盈率，为你所取得的价格进行辩护。这样的分析程序，与良好的证券分析师所遵循的分析程序，可以说正好背道而驰。

我想，如果某个人曾尽力预测过未来五年期里，道化学公司和瑟格门斯造酒厂的盈利额将是多少，并加以比较的话，那么，所求得的两个公司的内在价值的数据，不足以证明两公司股票价格会有10：1的差距。举出与此类似的曾有光辉结局的例子，总是有好处的，因为我注意到，今年瑟格门斯造酒厂的股票，已卖到每股150美元的高价，其先前卖价仅为14美元，然而道化学公司股票的卖价约为190美元，起初其卖价是140美元，这表明这两支股票的市场行为很不一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们一直强调，认为未来永远具有有利于某证券的市场条件，即使事实是这样的，这也是相当危险的，这是因为，既然你可能随心所欲地规定某证券价值几何，那么你很容易就高估了该证券。除此之外，这也是特别危险的，这是因为，你对未来的股市行情的看法本身就是错误的。那么，你的厄运将接踵而至，为此，你还要支付不少的金钱，可以想像，你的处境将会是多么地糟糕。以下，我们还会遇到其他一些与此类似的例子。现在，请允许我回到证券分析师的工作方面来，以更接近的方式谈一谈他们的工作，并允许我提出这个问题，“公司未来每天的盈利能力这个概念，与证券分析师的仔细工作，与证券分析师对证券价值所持态度之间，是一个什么样的关系呢？”其间关系，在过去很长一段时间，逐渐在发展变化，在最近的几年里，其发展速度变得相当快，故这个关系越来越紧密。

有趣的是，应该回头想一想，那些促成我们证券价值这一概念形成的基本要素，即在一代人或更长一段时间以前的那些基本要素。当我最初来到华尔街的时候，那时每个人都以平价（Par Value）作为评估活动的开始，但是，很显然，那并不意味着平价就是股票的价值，而是说或许股票价值比这一平价或高或低，也有人认为可以把股票的价值看做其平价的某个百分比。所有这些都是事实，但我并不知道，你们当中究竟有多少人知道这一点，大约在1916年以前，股票通常就是按照这个方式定价的。威斯汀豪斯-宾夕法尼亚公司(Westinghouse and Pennsylvania)，如以150美元的价格发售股票，这意味着该公司每股售价为75美元，这是因为该公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平价为50美元。我认为现在，我们已经远远脱离平价这个概念，以致只有很少一部分对此感兴趣，这些人凭此计算证券转让税。由于有税费的缘故，一美分平价在今天的华尔街街头，被认为是一种相当时髦的做法。

我能够想像得出，老式的投资者对此的态度如何，如果他以50美元的价格购买一支股票的话，他将会查看一下股权转让证明书，并会发现其所购买的股票，平价为一美分，那么他的思想很可能会崩溃，直至完全不省人事。从对待价值中心值（the Central Point of Value ）这一概念相当质朴的态度开始，历经很长一段时间的发展变化，经过很多发展阶段，到现在为止，你似乎已经步入最后一个阶段，在这一阶段，价值中心值就是指公司未来的盈利能力。公司未来盈利能力在任何股票转让证明书中都是查找不到的，事实上，在其他任何地方，你都不可能直接查找得到。

在我的脑海里，经常会浮现出这样一个问题，即在价值中心值这一很实际、很自然的概念不断按照上述方式向前发展变化过程当中，我们是否真正地取得过很大进步，然而不管事实是否如此，我们的确曾取得过很大进步。如果评定证券的价值，其目的在于判断股票交易是否公正，那么证券价值主要以其公司未来预期盈利的资本化为基础，这在现在已成为一个很自然的法则。举出联合磐石产品公司(Onsolidated Rock Products)这个著名的案例，主要目的就是为了说明这一点。至于这个案例，你可以在任何时候，从证券交易委员会的会议记录中查阅到，其中还有其他一些性质相同的案例，也可以说明这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使最高法院宣布，股票价值取决于其未来的盈利能力是一个事实，这也并不意味着，只是因为最高法院已经把股票价值决定的这种办法作为法律颁布实施了，这种方法就因此成为了我们证券分析师所应采用的恰当方法。而我认为，是我们把这个法则赋予了最高法院，换句话说，最高法院曾说过，股票价值主要取决于其未来的盈利能力，因为它曾观察到，由于证券众多买者和卖者的参与，股票价值实际上已经越来越取决于投资者未来预期盈利水平。

在这件事情方面，最高法院较时代落后了很长一段时间，近来它才赶上了时代。我认为，在其他某些方面，最高法院也许仍落后于时代。

股票投资价值取决于未来预期盈利这一概念，与过去盈利额，或者与印制在股权转让证明书上的平价，或者与界于二者之间的其他概念相比较而言，未来预期盈利决定股票投资价值，无疑是一个更具有说服力和更富逻辑性的概念。不过，我必须向你们再强调一点，这个概念使得证券分析师的分析研究工作，并非变得更加简单容易，相反地，它使证券分析师的工作变得更加复杂困难，它将证券分析师置于严重的两难境地，因为，就公司过去的盈利状况而言，他总是非常熟悉，而且他总可以以大量的技能和机敏去研究它，然而不幸的是，过去的盈利情况并不是公司股票价值的决定变量。股票价值的决定变量是公司未来的盈利状况。绝对有把握地确定公司未来的盈利情况，并做出正确的推断是证券分析师仅靠分析所难以做到的事情。

要不是因为有连续性原则的话（该原则我曾在第一讲中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强调过），对于我们证券分析师来说，那的确是一个相当悲惨的两难境地。尽管决定股票价值的变量是未来的预期盈利能力，而不是过去的盈利能力，这是一个事实，然而过去盈利和未来盈利之间存在一个粗略的关系或连续的联系，也是一个事实。因此，在特定的的条件下，证券分析把大量的注意力花在过去的盈利分析上面是值得的，分析股票过去的盈利状况，正是证券分析师工作的开始，然后依据过去的盈利额，作某项调整，就得到未来的盈利额，其深入研究可以表明这一点。

你们大家都肯定知道，把过去盈利额作为未来盈利额的推算依据，其可靠性足够充分，这使得单单依据过去盈利额就可以选择级别高的投资类债券或优先股成为可能。事实上，我们曾宣称，你不可能根据预期的盈利能力来恰当地购买这样的投资类证券，这类证券，其未来预期盈利能力与其过去盈利能力截然不同，这是显然的，并且，如果你现在根据未来新的发展态势去分析证券的话，你或许会使该证券人为变成健康型证券，然而根据过去的盈利状况来判断，该证券将不可能是健康的。

然而，与此相反，你或许会说，如果你根据过去的盈利状况购买某支证券，并且新的发展态势令人失望，那么你正在冒不明智的投资风险。然而我们凭经验发觉，只要你所购买的证券，其过去的无风险性收益有足够高的话，几乎在每一个与此相似的例子中，经测算出的未来盈利额与其过去的盈利额非常接近，以致你的投资是可靠的。这种类型的投资，并不需要任何相关的预测能力或天资聪颖，也无需任何有关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期未来的精明或远见卓识。事实上，就预测公司未来盈利情况而言，你没有必要做得像一位占卜士似的，如果你没能取得2.75%的盈利率，那么，那将是一件不幸的事。

在我做如上陈述时，我当然并不是说，要把这个弹性规则应用于任何公司，即我并非认为，只要是依据其过去盈利状况，向你支付足够多的无风险收益的公司，其证券就可以被视为投资可靠的证券。如果投资者突然对一个这样的公司的未来担忧、恐惧，那么，他就会屈从于自己的恐惧，并将资金由该公司证券转投资于其他证券上，而他对这些证券并不十分畏惧，他这么做，具有相当强的逻辑性。不过，我还要指出一点，这一点我希望你们都能够理解，也就是，在你选择高级别证券时，你应获取有关过去盈利状况的新闻报道信息，其后才开始你的选择活动，在特定的情形下，这足够用来证实债券选择恰当与否。



就普通股票而言，证券分析技术已经取得非常重要的进步，不再是采用把过去的盈利状况作为分析依据这种击而不中的分析方法，当时，这种方法是这样表述的，“我认为未来的前景良好，因此，我可以以高于平均水平的市盈率来倍乘盈利额，从而计算证券的价格。”或者是相反的表述，“我认为未来前景并不可观，因此，我所使用的市盈率比其平均水平低，并以此来倍乘过去的盈利额，从而求其价格。”

现在，沿着相当独立的途径，即通过重新考虑盈利能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所依赖的最重要的因素，计算出公司未来盈利能力，这正成为任何良好的证券分析师普遍赞同的做法，这些因素，在通常情况下，其数量并不多。首先，它们包括你所预期的该公司的实物产量的业务量；其次，包括该公司将会取得的单位产品价格；第三个因素是公司单位产品成本；然后，第四个因素就是税率。现在，我们凭借一项标准的分析技术，可以对此敷衍塞责，并提出所有这些连续的数据，当然，这些数据都是估计出来的。通过此项操作，你可以对未来盈利能力做一个小结，即比起仅仅依据过去一段时间的盈利状况来进行证券分析这一方法来说，凭借未来盈利能力分析证券，应当被视为一种更可取的分析手段。

因此，当你对某支证券作完全性分析时，同时还想决定该证券是否值得购买，那么，我应当坦白地告诉你，该证券是买是卖，取决于你的证券分析是否恰当。而你恰当的分析技术应包括以下要件，首先是沿着我曾提到过的走势图线，估计证券的未来盈利能力，其次是用某个盈利能力系数，即市盈率去倍乘已估计出该证券的未来盈利额。当然，这个市盈率，受到你对该证券主观看法的部分影响，但是，这个影响必须被控制在一个相当小的范围内。像这样的说法，“我不喜欢这个公司，因此我将用4倍的市盈率去倍乘其未来的盈利能力；但是，因为我喜欢其他某个公司，故我将使用40倍的市盈率去倍乘其未来盈利能力”，我敢保证，这不是一个值得采纳的证券分析方法，如果你像这样分析证券，那么你在证券分析考试中将不会及格。不过，用于倍乘未来盈利额的市盈率，自然有一个变动的范围，一旦你使用某个市盈率，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就表明你对该支股票持有何种看法。

我将继续为说明这种分析方法举些其他例子，不过，我发觉到我忽略了一条注释，我将该注释放在页眉上标有“转入枝节”记号那一页中，企图使大家娱乐一下，并以示启发。你们可能会记得，我曾反复强调过，审视未来，并针对将会发生的事提出一些好的看法，并不是一件容易的事儿。现在，让我向你指明某个人的处境吧，这个人曾真正审视过水晶球并衍生出有关未来的大量的可靠信息。让我们看一看他到底进展如何。我现在假设，你们中每个人都是幸运的投资者，曾真正地拥有一个水晶球，并在1939年预知了不同组别的股票，将以不同的百分比扩张自己的业务量，这已在黑板上标示出来。

现在，我们假定，你已知道，在1946年9月，一般的工业股价水平（该价格由证券交易委员会计算公布）将会比1939年1月高出29个百分点，事实正是如此。因此，这些组别的股票，其价格上涨幅度为29%左右。然后，假定返回到1939年，有人会问你，“到1946年，这些证券的价格将会发生什么样的变化？”在这一点上，举一个例子，该例子是关于某飞机制造行业的，在1939年到1944年的5年里，该行业的股票在量上扩张了31倍，而航空运输业只扩张了2.5倍。为了引以为乐，我要求你们，针对1939年1月至1946年9月这段时期的股市价格的变化，做一个自认为合理的估计，而不是让你们阅览一下冗长而无多大意义的陈述或故事等，而这些冗长、繁琐的陈述或故事仅仅是我给你们的一些结果。到1946年9月16日，航空运输板块股票价格比1939年1月上涨了274%，应当说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与其业务量增长240%相比而言，这是一个相当好的表现，然而，在同样的时期里，飞机制造板块的股票价格却下跌了74%。我并不认为，如果你已经知道两者在销售方面的变化不一样，就能够做出上述预测。娱乐行业股票和烟草行业股票均在战争条件下获益匪浅，两者受益旗鼓相当、不相上下。然而，不同的是娱乐行业股票的价格上涨了242%，而烟草行业股票价格却下跌了10.5个百分点，其差异可谓相当显著。

轮胎及橡胶生产企业，在销售方面做得并不比电器生产厂商好，然而，他们的股票价格却上涨了85%，而电器生产厂家的股票价格只上涨了2%。金属开采、冶炼行业，在销售方面，做得并没有造纸业好，但是，两者在股价变化方面的差异却相当惊人，造纸业及纸产品应用行业的股票价格上涨了107个百分点，而金属开采冶炼行业的股票价格，在相同的时期内，却下降了6%。

既然你发现，股市行情变动存在很大的不一致，因此，在我们以后的股价计算之中，我们应对此引起足够的警惕。这是因为，即使我们根据某公司的经营业务性质及其盈利能力，能够知道将来该公司将发生什么样的变化，我们也不能认为，我们已经对其股票价格的走势做了再好不过的预测，这一点使我们觉得非常有趣。这也正是另外的一条理由，要求我们在决定购买某支证券时，要尽可能地谨慎、小心，或者，我们在思考问题或做出陈述时要尽可能地保护自己，不管我们在什么时候对未来作预测，我们都应该这样做。

对于我们正在做的这种分析，我想继续举出几个例子，予以详细说明，这将围绕如何估算未来盈利额这一问题展开，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时将涉及到证券估价这一问题。在此，我举两个例子。一个例子是有关丘尔治公司（Childs Company）的。举这个例子，碰巧我们有便宜可捡，因为，我们的好朋友，证券交易委员会的工作人员们已经对丘尔治公司作过评估，他们主要估算了该公司的未来盈利额。他们之所以这样辛苦的工作，是因为必须要这样做，人们要求他们，在他们所编制的年度报告中，应计算出优先股和普通股之间比较性价值（Comparative Value），该年度报告是呈交给法庭的，用于检查已提出的重组方案是否公正合理。我们所知道的，判定比较性价值的惟一办法，就是先求出公司的总价值，然后将其与优先股追偿权相比较，便可得知道比较性价值为几何。就这样，他们凭借精心设计的分析技术，对丘尔治公司的优先股和普通股的价值都做了评估。

或许，值得花一小部分时间，去看一看他们是如何评估丘尔治公司股票的价值的。或许我应当把这件事变得更加清楚、易懂。你们当中大部分人都知道，丘尔治公司一直处于受托人地位（Trusteeship）。很明显，该公司现在有偿还到期债务的能力，并且能够很容易地解付自己的债务，因此，其资产重组这一问题就变成了，发行恰当数额的新证券，去置换先前发行的优先股股份及普通股股票。

证券交易委员会非常聪明，他们决定对优先股和普通股资本化的做法，在原先的基础上做一些修正或改动。如果只发售股票的话，那么很有必要决定新发行的股票之中，优先股占多大比例，而普通股又占多大比例。证券交易委员会所面对的难题是，要判断丘尔治公司整体价值是多少，比方说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果优先股占公司总价值的75%，那么他们就得将股票中75%的份额分配给优先股，其剩余部分分配给普通股。

他们首先做的事是，计划出售丘尔治公司，他们要价18 000 000美元，这个要价稍微低于1945年的要价，因为当时人们认为，其以后的长期业务经营状况将没有战争条件下那么好。然后，他们求得了6%的税前利润率，该税前利润率是基于分析研究丘尔治公司及其他餐饮业公司的成本与售价差额（profit-margins）而计算出来的，并且我相信，证券分析师在这一点上不会与他们产生很大分歧。最后他们求得丘尔治公司的税前净额为1 100 000美元。

然后，他们再扣减预期的平均税额，在此，证券交易委员会决定把当前的税率由38%降低到35%，这表现出了他们非常勇敢的猜度架势。在估计税率时，最主要的问题在于，要求消除公司双重负税的这一压力在以后是否可能依然发挥效力，以致有可能解除企业的所有或者大部分税负。他们的猜测，跟我的猜想一样，但这种情形并不可能发生，尽管它为人所共求。

故税后净额，其估计数额为715 000美元，这就是丘尔治公司未来盈利能力，因此你能发现，这种计算方法相当简单，这样的盈利额比起二战时期的盈利额要小，但比二战前要大得多。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问：他们是如何估计丘尔治公司未来的销售情况的？

格雷厄姆（以下简称答）：在此，我想就对保留一些餐馆，关闭另外一些餐馆，然后再新开一批餐馆的影响所作的冗长讨论，进行一次归纳、概括。证券交易委员会这样分析，“考虑其53家餐馆（其中包括一些将要关闭的餐馆），并衡量影响未来销售情况的种种因素后，我们认为，该公司资方所预测的未来几年里平均年销售额达0.2亿美元，这个预测值过高。为取得这样高的销售额，该连锁店将不得不将其销售额在好年景、坏年景进行平均，这个销售额比1945年这53家餐馆取得的销售额要高出10个百分点，从而它比过去十几年里任何一年的销售额都要高。从1946年前6个月的销售结果可以推知，该公司资方所估计的销售额，将有望超过2 140万美元，这的确是一个事实。然而，我们必须认识到，丘尔治公司现在的零售份额非常高，并且丘尔治公司当前的高销售额水平不能被视为，等同于未来正常年份里所合理预测出的销售水平。然而，我们认为，如果考虑到正常的零售业务、那么该连锁公司未来的预期平均销售额有望达到0.18亿美元、这正是1945年这53家餐馆所实现的销售数额……”

他们结论非常有趣，同时也正是技术分析要旨所在，在预测未来某年公司的盈利额时、你不能完全凭空臆造某个数值，草草了事、而是先回头分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一下上一年的盈利额，即使你认为，这一年的盈利额与未来某特定年份的盈利额相等，也不宜直接引用此数值，而应按照上述程式仔细分析后，再下结论。

问：为什么普通股股东并没有对此销售状况进行争辩，从而也没有否决该公司的所有业务经营的现状？

答：你的意思是说，普通股股东不同意这样的销售状况？

问：对，我就是那个意思。他们可以认为销售额会更高一些，在1946年，其销售额可以是0.21亿美元，或者别的其他数值。

答：你说得非常正确。普通股股东可以这样认为，证券交易委员会也应这样认为，不过，他们不会这样认为。当你认真处理法官式的问题时，这件事也正是以这个问题为转移，那么，法庭针对这种事情会说，证券交易委员会胜任工作，毫无偏袒，并且会说，证券交易委员会的猜测，很可能比由其他对此感兴趣的部门，如普通股股东提出的猜测，要好一些。但是，如果普通股股东能够提出令人信服的证据，而不仅仅是一个迫切的论点，而且该证据表明，证券交易委员会的估计与正常的预期不一致，那么，法庭将重新审视证券交易委员会提供的数据。

问：是否受托人代表着普通股股东的意见？

答：不，受托人在正常情况下，并非仅仅代表普通股股东的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意志。证券交易委员会假定，丘尔治公司的受托人的看法是相当客观而无偏见的。不过，在其他案例中，证券交易委员会曾一度认为，受托人的意见并不够客观。

问：证券交易委员会是否在某个地方，将价格水平引入其计算之中？

答：在任何明确的计算之中，均没有这样做。

问：如果使用1945年的价格水平，他们应该对当前食品价格膨胀加以折价。

答：他们在分析产品成本时，他们参考的事实或许是，由于在战争年代，食品饮料供给短缺，廉价购买食品饮料的机会可能几乎为零。

问：那么，请允许我问另外一个问题，根据你的观察，零售经营，不管它是餐饮连锁店的经营形式，还是别的什么经营形式，从严格意义上讲，是否都应当占取某个百分比？换句话说，在给定价格水平下，零售经营的所占百分比高低不同，就会使经营成本和售价相应上涨和下跌吗？

答：一般而言，结果正如上述所说的那样发生。他们针对税前净额，给出税前利润率6%这个数值，正是以过去一般的经验为基础总结出来的。我认为，你们正在参照这个百分数。那么，我们知道，在典型的餐馆里，零售在其总销售额中占1/3至40%的份额。一旦一个稳定的价格水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平得以确定，这个百分比将倾向于重新确立，但是，由于价格水平是突然变化的，百分比重新确立要在一段时间以后才发生，故在此之前，可以忽略其变化。1938年，丘尔治公司的产品成本占34.7%，到1945年上却上涨至38.5%。

问：该连锁店在1946年所必须应付的流行价格将比1945年高，是否毫无疑问？你对此是否有过怀疑？

答：这是毫无疑问的。

问：那是否将自动控制销售的数额？

答：如果没有别的原因，如顾客从餐馆被赶走这类似的原因，至今，我认为种种数据并没有表明，这种现象曾发生过，如果发生，那将自动控制着销售数额，这是确信无疑的，证券交易委员会未必把1946年视为典型的战后年份，而且，事实也可能是这样。

以上这些问题，真正是一些很好的提问，与其说是对证券交易委员会所做所为的批评，倒不如说是指出了，在任何这样的分析过程中所必定具有的相当程度的不确定性，你可以为此游说的惟一一句好话，就是说，这种事情必须要这样做。证券交易委员会必须尽其可能明智地履行自己的职责，而你们证券分析师也必须一样，明智地履行这项职责。但是，不要以为，单凭你做了一些非常精心的操作，并计算出两三个数据，便认为你对未来将会发生的事情一清二楚，了如指掌了，即使你的所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做所为是我亲眼目睹的。然而就这一点东西，你们现在还不曾拥有，但问题并不在这里。



问：*我所要提出的问题是，根据竞争驱使税后收益下降至先前水平这一理论，如果是计算税后收益，而不是计算税前收益的话，就可以避免因税率估计产生的两难困境。*

答：在学术圈内，针对公司税征税方式，举行过大量的探讨，如，有关公司税是否真正由消费者支付并承担税负的问题，或者有关是否只有盈利丰厚的公司支付了公司税，而非盈利公司则不可能支付任何公司税这一问题。这些问题依然存在争论，然而，很明显，证券交易委员会宁愿遵循这个假设，即成本与价格之间的差额应该在税前计算。在实务当中，由于证券交易委员会实际使用的是当前的公司税率，因此，区分税前收益，税后收益意义并不大。

我们下一步将真正讨论丘尔治公司的有关事务，将讨论的问题，不是如何估算未来盈利额这一问题，因为我认为，对于如何估算未来盈利额这一问题，我们应当遵从证券交易委员会的做法，以及遵从他们归纳出的结论，或许我们自己就可赋闲一边，仅对证券交易委员会在此方面的所作所为进行判断即可。

接下来，该委员会讨论了市盈率这一概念，并宣称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们估计的市盈率应该是12.5倍，换句话说，证券的资本化率为8%。在此基础上，根据已求得的盈利数额，他们计算出丘尔治公司的价值大约是900万美元。我认为，应该详细说明一下为什么他们选择12.5倍作为市盈率这一问题。他们拒绝接受丘尔治公司的受托人提出以10作为市盈率的建议，这是他们所做的第一件事。然后他们添加了一条新条款，该条款就是先前那些在税收法庭里始终可以找到的某一条款，在证券交易委员会中，也是经常可以碰到的条款。他们说，"考虑到所有因素，包括考虑在其他餐饮连锁店广为使用的资本化率这一因素，我们的结论是：丘尔治公司税前净收益估计值为110万美元，税后净收益估计值为71.5万美元，如果分别以8%和12%的比率加以资本化，结果该公司的收益资本化额，即公司价值约为900万美元。

这意味着，依据他们的最佳判断，他们将会用12.5倍的市盈率去倍乘税前净收益，以求公司价值。我敢向你们保证，税前收益的资本化只是税后收益资本化的替代物，其资本化率是在保证与税后收益资本化率匹配的情况下，以一定的比率计算出来的。我想，之所以在此给出税前收益资本化的做法，是因为，先前在麦克科森-鲁宾斯公司（McKesson and Robbins）的案例中，他们根据该公司受托人的计算，估算过税前收益。就我所知，这种事以前从未发生过。当然，他们所使用的资本化率相当绝对，然而，我以为，大多数的证券分析师所采用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率不会与他们所使用的相差太远。

问：证券交易委员会使用一个比受托人使用的要小的市盈率，其影响何在？

答：不对，应该说他们使用的是一个较高的市盈率。证券交易委员会先是在一定程度地削减受托人提供的丘尔治公司的盈利额，然后提高其市盈率，因此我认为，二者的估算结果几乎完全相等。

问：你刚才不是说，证券交易委员会采用的8倍的市盈率吗？

答：不对，我是说8%的资本化比率，而8%的资本化比率换算成市盈率为12.5倍，然而受托人使用的市盈率为10倍。

问：证券交易委员会是不是不赞成受托人使用10倍的市盈率？

答：的确是这样，但是这件事过于复杂，在此不便深入讨论。受托人所使用的分析方法，即其所谓的部门分析法（Segmental Method），其中他认为，丘尔治公司的权益应分割成三个部分，一部分等同于债券，另一部分为优先股，剩下的部分归普通股，证券交易委员会（SEC）对此有相同的看法。附带提一句，你们应当知道，证券交易委员会凡事都很认真，我意思是说，他们的评估不是经验法则式的判断，或许从我的描述中，你会这样认为，尽管我在此保留一点意见，并认为你或许凭着经验法则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也可以得到近乎相同的结果，然而，他们并没有这样做。当他们着手分析、估算丘尔治公司的盈利情况时，他们对该公司管理方面的因素做了篇幅长达三页纸的讨论。然后，他们用三页纸的容量讨论了其销售情况，用半页纸的篇幅讨论了产品成本，用半页纸篇幅分析了劳动成本，然后用几个段落讨论分析了其他成本、建筑业务经营利润、固定资产折旧及租赁费用，以及各项营业费用。做完所有这些讨论之后，紧接着他们计算出预期销售额为1 800万美元，税前利润率为6%。很明显，大量的工作人员参与了此项工作。

从而，他们以盈利能力为基础，估计出该公司价值为900万美元。至此以后，他们便敷衍塞责，在某些方面，我非常肯定地要与他断绝联系并划清关系。首先，由于税收返回等诸如此类的事情发生，他们计算出税收节约额，他们发现税收节约额为120万美元。然后，他们宣称必须花费180万美元用于维修餐厅设施及房屋，因此他们从中扣除了180万美元。因此，他们从所估计900万美元的公司价值中扣除60万美元的净额，便得到840万美元，这就是其盈利分析方法分析得出的公司净值。

其后，他们把额外的营运资本和不必要的房地产价值加入公司净值之中。根据他们的计算，两项数据总额为510万美元，从而他们得出公司最后的总价值为1 350万美元，其中，他们必须从1 350万美元中扣除需偿还的320万美元的负债，这样他们得到1 030万美元的股东权益净值。他们按平价计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优先股权益及应付股利，其总额为764.9万美元，于是剩下的265.6万美元就是普通股股东权益。

因此，他们得出结论说，该公司如果要发售一批股票，那么，在70%~75%区间的某一比率应该分配给优先股，而剩余份额，即处于25%~30%区间的某一比率，应该分配给普通股。

这个结论对于证券交易会来说，碰巧是一个非常恰当的结论。过去，他们通常得出很精确的计算，有如，“我们认为，该公司的股东权益，其中72.45%的份额应该通过发行优先股来筹集，而剩余的27.55%则通过发行普通股来筹措。”我认为，他们现在变得更加老练了，并且认识到，他们的计算结果只是一个估算值，因此应当转变成一个数据区间来表示。

事实上，丘尔治公司的资产重组正在进行，其资产重组方案跟证券交易委员会提出的方案非常接近，尽管最初的重组方案是由其受托人及其他人提出来的，但是未被采纳，原因是其中大多数人均与以上分配份额相背离。我将不会花费时间告诉你，这诸多不同方案的内容是什么，有一点值得告诉的是，目前，受托人将股东权益76.6%的份额分配给了优先股。

第 五 讲

本讲开讲之前，或许我应该回答萦绕于你们脑海中的疑难杂问，对上一讲你们或许有许多疑问，因为上一讲结束过快、过于突然。是否有人有问题？上一讲，我们讨论的话题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，证券交易委员会是如何评估丘尔治公司的。你可以回想一下，当时我们曾指出，证券交易委员会主要根据丘尔治公司未来盈利能力来估算其价值，公司未来盈利能力正是我们所感兴趣的东西，另外，他们还额外添加了一定数额的超额营运资本(Excess Working Capital)，该公司营运资本用于支付债券后的净额，确切地说为130万美元。请允许我在此强调一点，证券分析师不宜将超额营运资本加入公司财产之中，除非他认为，这部分超额营运资本变现为资金后，将以某种或其他方式返回给证券持有人。事实上，超额营运资本中有一部分用做清偿丘尔治公司的旧债，当然，这一部分资金使该公司的盈利能力凭空多出了一定数额，因此，我们如果估计该公司价值，那么，其“实际”估计值应为900万美元，而不是证券交易委员会所估算的1 000万美元。

两周前以来，我们讨论过丘尔治公司的资产重组方案，联邦法庭已经同意了丘尔治公司的资产重组计划，该计划书是以其受托人提出的建议书为蓝本，并作以适当修改，编制而成的，很明显，该计划书将丘尔治公司的股东权益定为998万美元，这个数值只比证券交易委员会估算的数值少30万美元。

或许，察看一下该公司各种证券的价格，以了解目前这些价格表明了什么样的问题，将是一件很有意思的事情。昨天，该公司的普通股、优先股股票总的售价金额约为840万美元，优先股每股价格为155美元，普通股每股价格为7.16美元，这低于我们曾一直讨论的公司价值的评估值。当然，对此并没有让人惊奇的事情发生，这是因为，一个处于受托地位的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司，其证券的发售价格低于证券分析师评估该公司价值的评估值，即使其评估以资产重组时的财产净额为基础，这是股市当中非常正常的现象，不足为奇。人们将预测，随着该公司在公众眼里，为自己争取了一个恰当的地位后，该公司的价格，在一段时间后，比如一两年以后，如果事态正常的话，会有所提高，这几乎是千秋不变的经验总结。



在此，我们将花费几页纸的篇幅来讨论美国散热器公司（American Radiator）这一案例，其中给出了大量有关该行业的信息，不仅仅有过去的信息，而且还有一些针对未来的预测值的信息，这些预测以其他某个人对1947年的估计值为基础，另外还有一些针对1946年至1951年这些年份的估计值，这些估计值关于新兴住房的需求和供给的情况。

然后，证券交易委员会开始讨论美国散热器公司的盈利能力。在我们正在谈论的这些分析中，首先应指出，他们确实根据盈利能力和市盈率的概念尽力计算过该公司价值多少。他们的方法是这样的：首先他们预计销售额将是1 000万美元，在这一点上，你会发现，这跟我们已经熟悉的丘尔治公司的分析方法很相似；然后，他们计算利润率，他们预期的利润率为15%；于是，他们宣告，“每股净值：1.40美元”，然而，他们并没有向你给出，他们采用的计算公式，而直接给出下列结论：美国散热器公司税前净利为2 400万美元，扣减税率为40%的税收后，得到税后净利略高于1 400万美元，因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该净额除以1 000万股，便得到每股价值为1.40美元。这之后，他们又补充一句，说，“外埠盈利额，估计为每股25美分”，这个估计值相当粗陋。因此，他们得出该公司每股价值为1.60~1.70美元。进而，他们认为，最近，因为看好的盈利前景会持续一段相当长的时间，因此，即使在当前的价值水平，当前价值水平系指1946年2月的每股20美元左右的水平，该公司的股票应该是相对较有吸引力的股票。

这种分析方法后来为某股票交易所采纳，该股票交易所，没有花费太多的勇气，推断出该公司的股票价格在每股15美元，看起来似乎是相当诱人的，每股15美元的价格为该公司的股票在1946年10月23日的买卖价格。

在我对这种分析方法试图提出批评之前，该批评未必对该分析不利，我还不如继续谈论最后提交给我的一份材料，其题目是《建筑业有望在未来几年活跃起来》。这份材料为我们提供了大量有关建筑业的信息，以及有关该行业中某些公司的信息，其中包括美国散热器公司的相关情况，而且该公司正是第一个被提及到的。在这份材料中，证券交易委员会对该公司194x年的盈利能力进行了测算，他们求得该公司每股盈利为17.5美元。他们采用的预期利润率为12%，然后，在他们的最后计算结果和12%预期利润率之间，稍有一点差异。如果你不觉得麻烦的话，产生这种不一致的原因，其中一部分可以解释成，他们以一个比研究公司分析稍广的程度考虑了外埠盈利（Foreign Earnings）。

关于这项分析，有两个方面是很有趣的：一方面，证券交易委员会所求得的盈利额约为每股1.75美元，这与另外某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家研究公司预测的数值差异并不大。然而他们却是这样描述其估算过程的："粗略猜测，在较乐观的条件下，未来几年里，美国散热器公司潜在盈利能力即为194x年的预计水平"。另外，他们虽说没有特别指明，但却暗示了，他们所列举的那些股票是具有吸引力的，因为在194x年，这些股票的预期盈利能力相当高，事实也正是如此，因为，那天美国散热器公司股票价格仅仅每股13.50美元，如果预测的每股1.75美元这一盈利额代表着该公司未来盈利能力的话，那么该公司股票价格为每股13.50美元，看起来似乎就相当合理了。

以上这两种分析，都企图预测美国散热器公司的未来盈利能力，我想对这两种分析作如下评论：他们并没有足够充分地强调这样一个事实，即他们所处理的盈利能力只是繁荣时期的盈利能力，然而，证券分析技术对这种只处理繁荣时期的盈利能力，而对正常时期或衰退时期的盈利能力却置之不理的做法，要进行深入分析、仔细考究。

估计繁荣时期建筑行业公司的盈利能力，其方式方法，跟我们习以为常的用于估计战争时期公司盈利能力的方式方法，应该相同，换句话说，即假设建筑行业的繁荣时期和战争年代的战争期均只持续一个为数有限的年份。在这样的时期里，应把超额盈利加入正常时期的平均盈利之中，我们假定，正常时期的平均盈利，是对公司在和平年代时的价值的正常评价。因此，如果你想认真地分析、评价类似于美国散热器这样的公司，那么惟一正确的分析方法就是，选取你认为是该公司在正常年份的盈利能力，而不是在最佳条件下的盈利能力去评价公司的价值，然后还必须对该公司所处经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩效良好的年份里这一事实给予一个公正的考虑。

如果你的看法相当悲观的话，我完全可以说，你可以批判那种分析方法，因为你可能会坚持认为，这些繁荣年份仅仅是建筑业发展周期的一部分。超额盈利并不是真正的盈利，他们只是正常盈利表现较佳，多出的那一部分，这一部分盈利，在建筑行业繁荣期消逝时，就会变成一个很小的数额，直至为零。对于这种评论，你可以找到十足的理由，然而，在任何情形下，以前我曾提到的分析方法，在我看来，是相当独立的和客观的，你使用它也应尽可能保持客观的立场。



问：为什么你认为该公司的销售额估计值为1.6亿美元，哪些因素没有被考虑?

答：你意思是说1.6亿美元的销售额为繁荣时期的销售额，对吗?

问：或许是，证券交易委员会是那样认为的。

答：对此，我想给你特别解释一下。证券交易委员会认为，该公司的盈利能力与预期的住宅建筑总量紧密相关。他们不厌其烦地预测了，在1946年至1951年这段时间里，市场上所需要的建筑数量和住宅建筑的市场供应量，他们预期，在1947年至1951年这几年里，每年房屋建筑的总量为100万套。在这段时间结束之时，供应短缺症将完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全得以治愈，根据他们的统计，届时，每年对房屋的需求量会下降至55万套左右，换句话说，大约有50万的住宅新居要被拆除。根据这种计算方法，到1952年，你会发现，新的房屋修建套数，其预期值将不及以1.6亿套的销售额为基础推断出的预测值的一半。当然，另外还有一个原因，就是在1939年，该公司真的实现的销售额仅为8 000万美元，在1938年，为6 800万美元，因此，即使考虑到房屋销售会将有所提高，1.6亿美元的销售额也很明显估计过高。

对此，是否还有其他一些问题呢？像这样的问题提得非常好，因为它们可以帮助我们澄清评估值背后隐藏的道理。

在我看来，过去曾经使用过的分析方法，应当跟美国散热器公司这一案例中所采用的大不一样，其实你不应当以最佳盈利能力为出发点，而应当以你认为该公司应具有的正常盈利能力为出发点，着手你的分析。

战前，该公司盈利额一直保持在每股50美分左右，并且我假定，如果你将该公司战后盈利额定为每股1美元的话，那么当建筑行业兴盛期已经消逝后，你就对该公司的盈利前景持有足够的乐观态度，正如你有权这样乐观一样，但是，我仍倾向于认为，你太过于乐观。这是因为，当建筑行业繁荣程度减退时，如果在建筑业发展周期中，其未来的发展态势跟过去一样，那么，你届时可能步入了一个次正常盈利能力（Sub-normal Earnings）时期，现在任何人都能明白这一点。不过，如果你们接受1美元的每股盈利额，并且我真正想使其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽可能保持客观性，那么，我认为市盈率可能是界于12~15之间的某个值，这比该公司的历史记录要高一些，不过美国散热器公司还存在一些优势，比如这是一个规模很大并且势头很强劲的公司，人们也普遍看好该公司，几年前该公司还是一个赚钱大户。因此，我认为如果正常估计的话，该公司的股票价值评估值在每股12至15美元之间。

另外，你在计算繁荣时期盈利能力时，应额外考虑一个因素，即在预期的正常盈利额基础上加上超额盈利额，每股75美分，如果你用市盈率4去倍乘超额盈利额，你将是相当客观的，于是你会得到3美元的计算值，这样，该公司股票价值评估的值变成每股15至18美元，对此我产生疑惑，而这种怀疑于该公司有某种好处。我相信，为美国散热器公司做此项评估，在过去任何年份里，都是恰如其分的，这种评估也为不要以1946年早期的价格购买该股票进行投资的这一警告找到了十足的理由。

然而，在这个问题上，请允许我再插一句，这种评估用于股票投机也十分恰如其分，股票投机并不是一种犯罪活动。当你购买股票进行投机时，把投机性因素纳入考虑范围之中，是非常恰当的做法。实际上，投机性因素与投资性因素大相径庭。如果这个公司在未来三四年里盈利为每股1.75美元，在投机条件下，股市将会充分地反映这一盈利状况，而不会对这种盈利状况只是暂时的这一事实加以任何考虑，这是预料之中的事。

但是，事情并不是任何时候都这样发生。例如，根据战争期间的盈利是持久的盈利这一理论，在战争年代，股市就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一定没有反映出战争盈利（War Earnings）这一超额盈利。不过，对于周期性的盈利，股市就能把它们给反映出来。然而，股市将繁荣时期的盈利当做持久性盈利来对待，其原因很可能是，在普通较好的市场条件下，美国散热器公司如正处于其繁荣时期，那么该公司可以以比我们的评估值15至18美元高得多的某一价格发售自己的股票。

我们一定要不忘记，曾在近至1942年，美国散热器公司股票卖出价仅为每股3.75美元。我们现在要说的是，美国散热器公司的股票属于投机类证券，其判断依据有二，一是根据该公司业务性质判断的；二是根据其股票的普通股这个事实判断的。正如，该股票在坏年景里售卖价仅为每股4美元一样，在好年景里，它也可能很容易卖到每股30美元的价格，而且对于这两个价格，我们都能从根本上找到充足的理由。我们的评估方法是一种投资分析法，该分析方法倾向于为你准确提供，你将认为的适合该支股票的某个中心价格。这种分析方法，主要为投资者感兴趣，其次它也可能会引起聪明的投机者的兴趣，因为该投机者在竭力寻求投机机会时，据此可以了解自己目前的买卖某股票的价格，偏离其中心价格有多大。

欢迎你们就此向我提问，因为我认为这一点非常重要。

问： 如果我们要估算一个5年期的未来盈利能力，你曾说5年期是该行业的盈利分析正常期限，那么你的分析是否会超过这5年呢？或许，未来5年本身就是一个繁荣时期，那么，如果你拼命追求正常水平，你的分析年份就会超过这5年，以致在于你计算出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的这5年的盈利额将会比正常时期的盈利额高一些。

答：你所说的这一点，是正确的。如果我的记忆力不错的，我记得我曾在第三讲提到这一点。当时我是这样说的，一般地，你尽力估计的盈利额就是未来5年里的盈利额，或许是5到7年，不过，或许还有些例外的情形。并且我确切记得，当时我指出，在建筑行业里，5年期不会被视为正常的预测期。这样，证券分析师就处于特别不利的条件下，这是因为，你所正在思考的正常盈利，还要在更远的年份里才可以求得，以致于你将这些盈利额计算误差的可能性就更大。然而对此毫无他法，你不可能像正常时期一样恰当地评估处于繁荣时期的未来某几年的盈利情况，因此你可跳过这个繁荣时期，计算更靠后的某个5年期的盈利额。

问：然而，如果该公司在这5年里，其盈利额一直很高，考虑到该高盈利额将持续较长的时间，当股市审视该公司盈利情况时，它是否会给这些盈利额一个较高评估值呢？

答：会的。这是因为，股市将倾向于用15倍的标准市盈率或其左右去倍乘该公司的盈利额，而不是仅仅将超额盈利加入正常盈利，然后用某市盈率去倍乘之，这种方法就是我们曾向你们建议使用的惯常做法。（我现在正在谈及这些盈利额中的非正常或超额组成部分。）然后，投资者就会跟市场的行情对某支证券，如美国散热器公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的态度，出现步调不一致的现象。

附带提一句，事实上，投资者的步调经常跟市场行情不一致，这对于投资者来说，也并不是什么新奇的经验。但是，我们认为，投资者对看起来似乎正是某支股票的合理价值的这一数据，有所了解是非常有用的，即使目前市场行情很可能对此毫无反映。

有一件事，我想提醒你们注意，不要花太多的时间，去过细分析某个公司及其所处行业的形势如何，包括不要统计该公司所生产的或者将要生产的最后那只“浴缸”，你试图这样做，是因为你自己觉得，既然你已经对这件事物研究了这么长的时间，并且也收集了如此多的数据，因此你的估计肯定是非常准确的，但事实并非如此。这些数据只可能是粗略地估计，而且我认为，在半小时以内，我就可以给出，或许你也能够给出，美国散热器公司股票的这些估计值，并不需要花费，很可能是几天，甚至几周的时间去研究其整个行业的情况。

对这个问题，最后我想告诉大家，一项用于为预测美元交易及实物交易数额而精心设计的技术，近年已经发展起来了，要达到这样的美元交易及实物交易数额，在各项各业，其就业率，或者说，国民生产总值要达到一定的水平，经济发展委员会（Committee for Economic Development）已做过此类研究，该项研究为你估计出，在充分就业条件下，工业总产值会是多少，商业部（Department of Commerce）也曾作过类似研究。那些试图从事这方面分析研究的人，应该从这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些预测值开始着手分析，并且根据你自己的判断，去接受或反复思考它们。如果你接受它们，那么，然后你就可以根据最初你所依据的工业总产值这一数据，去预测某单个公司的销售额。根据充分就业、适度失业和偏高的失业，你可能会做出三种不一样的预测，相应地，你会得到三个不相同的销售额估计值。这是一项新的分析技术，并且我认为很有趣的事是，你将发现，这种方法可以应用于证券分析之中。

第 六 讲

如果企图得到市场对某支股票未来盈利状况所持的看法，无论这个未来盈利是一般盈利，抑或是特定盈利，我想阐明的第一件事情是，证券分析师不可能通过审视了水晶球后，就能够提出有关他正在预测的某个时期的正确的估计值，他真正尽力做的事情是，决定一个证券分析师应该怎样做事及怎样思考问题，即是说，对于总是令人迷惑不解的未来，证券分析师的逻辑思维能够坚持走多远。

我认为，我们中任何人都不可以骄傲地认为，凭着自己是非常好的证券分析师，或凭借做过非常精心地计算，我们就能完全确信，我们的结果是正确无误的。或许，惟有这件事我们可以完全确信，即我们的行动是合理并充满智慧的，如果我们出了错，正如我们很可能出错一样，那么，至少我们犯的是一个聪明人犯的错误，而不是傻瓜犯的错误。（笑声）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我曾做过一项研究，研究了14家公司的股票，要么针对其1914年前的状况进行研究，要么针对其1914年后的状况进行研究，这14家公司股票的走势，大部分在道·琼斯工业平均指数中有所反映，通过此项研究，我发现，其中有7支股票，在战后时期的盈利超过了其战前时期的盈利；有6支股票，则与此相反，其战后时期盈利低于战前时期的盈利；另外有1支股票，其战前、战后盈利持平，这支股票就是美国钢铁（United States Steel），虽然，其战后期间盈利变动幅度并不小，但是，其战后5年的平均盈利与战前三年的平均盈利却相等。

这些结果，并不像人们想像中的那样令人满意，原因是在1920年至1922年里，我们的经济经受了一场严重的大萧条，大萧条产生的影响是，降低了公司的平均盈利能力，这一新的平均盈利能力，比起在一定量国民收入条件下所本应该有的平均盈利能力要低得多。请回忆一下，我曾告诉你们，6 200万美元就是那五年我国的平均国民收入，然而国民收入年复一年，波动非常剧烈，就整体而言，这给公司的盈利产生了不良的影响。在商务活动中，你在非常繁荣时期所赚得的东西，并不会比你在大萧条时期失去的东西多，这几乎是一个千秋不变的定律。



众多各种各样的计算结果，给我留下越来越深刻的印象，即历史自身再现是完全有可能的。如果你带着这样一个简单、便宜的结论，即既定的股价水平并不是一个高价格水平，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么，你在华尔街上，不会行走太远，前路便将漫漫。在人们根据令人满意的经验、教训得出那种结论之前，很可能的是，大量的水将不得不漫过水坝。这正是为什么，在这堂课中，我们要尽可能强调，要通过争取购买那些不仅价格不会过高，而且基于分析，看起来价格似乎过低的证券，来消除不利发展变化所引起的风险，以求投资安全无蚀。如果你那样做的话，那么你总是有权对自己说，你虽置身于证券市场之外，但是，按某种诱人的说法，你正是某个公司某一部分财产的主人。当股市行情走势并不是你所希望的那样时，如果能将你自己置身于那种心境的话，是非常有好处。



整体评估（Group Valuation）有许多优点，因为我确信，当你集中考虑许多因素，比你集中考虑单个因素所取得的结果，会更加精确可靠。在集中考虑许多因素时，你的错误可能会降低至为零，而集中单个因素分析，你所取得的结果变动范围会很大，相对说来不很精确。

而且，并没有什么可以阻止投资者基于分组来处理自己的投资问题，也没有什么可以妨碍投资者买入道·琼斯工业平均指数，尽管我们没有听说有人这样做过，如果投资者这样做的话，在我看来，其意义将非常重大。

比如，当我们谈论购买折价发行的股票时，更值得强调进行整体操作（Group Operation），因为，你做整体操作，实际上你在做一种安全性操作。很明显，比起单支股票操作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Individual Operation)，你占据了优势地位。在单支股票操作情形下，可以想像，这种好处或许会消失、溜走，或者没有被认识到，然而，如果你作为一名证券分析师，有起码那么点儿胜任职守的话，你应该能认识到，整体操作中所具有的这种优势，或者说是好处。因此，我更偏向于整体操作及整体分析（Group Analysis）。尽管如此，我必须提及一句，你们这些绅士豪爵，身为一名面向大众的证券分析师，或证券投资顾问，你们不能够在你们的工作中，趁工作之便，获取这种好处，因为我确信，有人会迫使你们对单个公司分析时要做出相当肯定的结论，并且你们不可能将这些结论隐藏于整体分析的结果之中。

第 七 讲

大家晚上好，自上一讲结束以来，你们已经休息了一个月，我希望你们在此期间度过了一个快乐的假期，并希望你们现在已经做好接受更多“惩罚”的思想准备。

如果你回头想一想上一讲所讲的内容，你会回想起，当时我主要讨论把道·琼斯指数表作为一个单位，讨论其未来盈利能力，一并讨论了未来市场价格中心值。

你或许会提这样一个问题：道·琼斯指数中某单支股票的盈利情况怎么样？一个人怎样评价这单支股票的盈利能力？以及他会得到什么样的结果？

碰巧，这项工作有人已经做过了，至少从预期盈利能力角度看，有人曾做过。你可以在《分析师》杂志1945年7月期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一篇文章中查阅到，这篇文章题目叫《估计战后某活跃年份的盈利能力》(Estimating Earnings of an Active Postwar Year)，其作者是查尔斯 J. 柯林斯（Charles J. Collins）。文中，他估算了道·琼斯指数中各支股票在战后年份里的盈利情况，一并计算了所有这些盈利的总额。

柯林斯计算出的盈利总额这一数值，其变动范围在每股盈利15.96美元至17.58美元之间。或许你还记得，我的相当粗略的计算结果是每股盈利16.60美元，因此，看起来，我的计算结果明显比柯林斯的计算结果要低得多。实际上，事实或许并非如此，因为柯林斯计算的是战后某活跃年份的盈利能力，然而，我上一讲所引用的盈利能力，代表着道·琼斯指数未来平均盈利能力，已经将绩优绩劣年份一并考虑在内。

很有趣的是，你会注意到，柯林斯对单个公司战后盈利能力的估计值，相对于其战前盈利能力，比如说1940年的盈利能力，发生了非常大的变动。我或许可以读一些数据给你听，以说明对于不同的公司，你的估计值是多么不相同。

这里有四家公司，与1940年盈利能力相比，其盈利能力预期会大幅度上涨可能，它们是：美国冶炼公司（American Smelting），每股盈利由4.21美元上涨到9.50美元；克莱斯勒公司（Chrysler），由8.69美元上涨至17.75美元；约翰斯·曼威尔公司（Johns Manville），由6.34美元上涨至14.75美元；固特异公司（Goodyear）由3.44美元上涨至8.60美元。

这里还有四家公司，如果它们有盈利上涨可能的话，盈利能力上涨幅度较小（在此，我采用柯林斯列举的数据区间的中间值），它们是：美国电话电报公司（American

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Telephone & Telegraph)，每股盈利由10.80美元下跌至10.50美元；美国烟草公司（American Tobacco）由5.59美元上涨至5.90美元，国民造酒厂（National Distillers）由3.28美元上涨至3.35美元；沃尔沃斯公司（Woolworth），每股盈利由1940年的2.48美元上涨至战后某年的2.62美元。

虽然柯林斯并没有详细给出他的计算方法，但是他却给你描了他的计算过程，你完全可以遵照这个计算过程行事。

首先，他取得工业销售额的预测数据，工业销售额由商务部经济发展委员会（Committee for Economic Development of the Department of Commerce）预测。然后，他根据预期国民收入112亿美元调整工业销售额的预测数据。预期国民收入112 亿美元，这一数据是一个相当保守的数据，实际上，1946年美国的国民收入大约为165亿美元。

他没有直接把每个行业的销售增长百分比应用于某个特定的公司企业当中，而是考虑到，在1929年至1940年这个期间，单个公司销售增长趋势比起整个行业来说，有的公司要好一些，而另有些公司要糟糕一些。换句话说，他假定，如果某公司销售增长趋在1929至1940年这期间，比其行业要好，那么就按比例提高其销售额增长百分比，相应地，对于表现较整个行业糟糕的公司，就按比例降低其销售额增长百分比。

依据其估计的销售额，然后基于战前的成本费用率，计算出公司的税前净收益，他假定所得税率为40%，据此考虑到可能的调整后，他得到一个小范围内变动的数据。

你将会回想起，我们曾采用过的成本与售价之间的差额，即边际利润（Profit Margin）明显低于战前水平，然而，从另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个方面看，我们采用的一个水平相对较高的国民收入，并且所采用的预期税率较低。

分析方法上的差异表明，这些用于预测未来的盈利能力的方法并非惟一，这亦表明个人判断必须担当相当重要的角色。但是，分析方法上的差异，不可能有市场对不同公司可能发生什么事情而做出的反应变动那么大。

我并不想批评柯林斯的分析方法，但在一个方面，我要这样做，因为我认为这个方面，考究起来意义重大，他假设在1929年至1940年所显示的增长或下降趋势，在以后会继续发生，并且似乎这是一个自然而然就能做出的假设，但是，我想提醒你们，不要太相信这个假设。

一些年前，我们针对盈利趋势是否继续这个问题做过相当深入的研究。我们曾竭力寻找，在1926年至1930年期间，盈利情况有所改善的公司曾发生过什么事情，并把这期间这些公司的盈利情况与1936年的情况进行比较；同样，我们也曾试图寻求，在1926年至1930年这期间，盈利状况并不见得改善的公司企业亦曾发生过什么样的事情。我们发现，没有保持其盈利趋势的公司个数，至少跟保持其盈利趋势的公司个数相等，这个因素，在以后的预测中，是个不能不考虑的因素。

事实上，柯林斯本人也曾说，当他承认这种趋势时，在某些情况下，他求得的盈利额如此大，以致于出于谨慎的缘故，他觉得有必要下调这些盈利额，我想，这一点他或许是正确的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，我想暂时回头，看一看证券分析师对华尔街整体持何种看法，即是说，在证券市场上，他自己的领域是什么，他履行分析证券并从其分析中得出结论之职所采用的方法是什么。

我认为，证券分析师在就各种证券整体作分析时，从根本上说，有两种分析方法可以采用。

第一种方法，我称其为传统分析方法，其主要建立在性质和预期基础之上。

第二种分析方法，以恭维之辞，我称其为过渡性分析方法，其建立在价格之基础上。

首先，由于这两种不同的分析方法与证券师的实际活动关系紧密，故请允许我对它们加以简单描述。

传统分析方法，以三种相互独立的方法处理各种证券。第一种处理方式是确认绩优股票（Good Stocks），即是确认“强力股票”、“强健公司”、“基础很牢固的公司”，或者“品质较高的公司”。这些公司的股票，以合理的价格购买时，很可能是安全的。看起来这似乎是一个很简单的活动。

第二种处理方式是，选择长期盈利增长前景超过平均水平的公司的股票。这些股票一般被称为“成长股”（Growth Stocks）。

第三种处理方式是一项即刻活动(intermediate activity)，它是指选择预期在近期（Near Term）其业务经营比一般公司要好的公司的股票。上述三项活动，我将其称为传统分析法。

第二种分析方法，是下面两种类型的活动，首先，一般而言，在证券市场处于低价水平的任何时候，购买某些证券，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而证券市场价格水平是否处于低价水平可以由证券分析师来判断；第二，某些特种或者个别的证券，几乎可以在其价格看起来比其评估或分析出的价值多得多的任何时候，购买这些特种证券或者个别证券。

请允许我对证券分析或证券评估师本身作一小小的评估，然后，开始对上述我已向你简单描述过的五项活动加以简要评价。当然，我现在基本上在表达我个人的看法，这种看法源于大量的思考结晶、经验总结及亲身观察的结果，即使如此，然而我绝不能把我个人对证券分析师工作情况的看法，当做一种标准观点来看待。

请你回想一下，第一种分类法，只是简单地确认好的公司和好的股票，并且，任何人都愿意“光顾”这样简单而基础的工作。我的经验告诉我另外一个结论，并且我认为，这个结论，是有关三种传统分析方法最有用的结论，即只要你做出起码负责的一点努力，你就能确信，“绩优股票”的卖价不会超过其保守价值的波动范围。

投资者在公正的价位上，购买绩优股票，是不可能犯错误的，或者说不会犯糟糕的错误。通常他们犯错误，是因为买入了绩劣股票，尤其是买入了那些出于种种原因被劝买的绩劣股票。而有时候，事实上很经常，他们犯错误，是因为在牛市冲天，处于转市阶段时才购入“绩优”股票。

因此，有必要给投资者提一条简单的建议，以使其正直守法，或者干脆说让其投资策略正确，我要说的这条建议，正是一句很有价值的忠言，这句忠言是这样表述的：“市场中有绩优公司，并且其价格就整体而言是合理的。”我认为，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

句忠言也是基础很好的投资顾问公司颁布政策的金钥匙，尽管投资顾问并不是一项十分简单的商务活动，但这一点表明他们有能力存活下去。

当你离开那项简单，然而有价值的工作时，该项工作即告诉投资者，比方说，以每股25.75美元的价格买入通用汽车（General Motors）和通用电气（General Electric）比买入巴克兄弟（Barkers Brothers）更安全，你就会涉入新的活动，尽管看起来它是非常有趣的活动，然而开展这项活动将更加艰巨，这项活动即是选择成长股。选择成长股这种活动，长期以来是最受证券分析师欢迎的、或者干脆说是最看好的活动。

成功地选购成长股需要两个很明显的条件：首先，成长股的成长前景应当为人认识到；其次，股市还并没有对其成长前景大打折扣。

对于某些成长股而言，这两个条件确实可以得到满足，正如由证券分析可以确认一样，而且确认并成功购买了成长股后，其获利必定很丰厚。但是，由于选购股票者的能力参差不齐，或选购股票存在侥幸心理，选购股票的结果也就千变万化。你是否可以建立某种可交流的技术，正如一位优秀的教师与其学生之间的那种交流，一直是一个萦绕于我脑海中的问题，如果可以，凭此，你便能够确认那些不仅有成长前景，并且其成长前景在市场上仍没大打折扣的股票。

让我们这样评价它吧：我认为，确认成长股，最基本的成功因素是要聪明、敏锐，但是我并不认为，聪明、敏锐是良好的证券分析师的标准品质，我并没有任何反对它的意思，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是认为，在我看来，要求具备那些相当稀奇古怪的品质，已经成为证券分析的普遍做法或一般准则。

我或许宁愿说，证券分析师应当明智，以技术角度而言，他要胜任职守，并且要有经验及做事谨慎。但是我并不知道，哪种类型的明智特别适用于在某一市场中成功选择成长股。在该市场里，无论是选择成长股这个方面，抑或是在其他领域，充满的均是惊奇与失望。我记得很多这样的例子，你可以举化学行业的公司，因为这类公司，自我记事以来，一直是成长股的标准典范。如果你这样做，你将会发现，许多年来，这些公司股票的市场表现与其他公司股票相比，这些公司先前受欢迎的程度曾非常之高。

你可以选择航空运输板块股票，基于成长概念，选择航空运输板块股票作为投资对象，在我看来，是一种极具有投机性的行为，并且，我不知道，凭借基础很好的证券分析技术，这种行为怎样才可能被正确对待。正如你知道的一样，在这样的行业中，存在着许多的危险因子，而在其他行业中，如果存在这么多的危险因子的话，这些行为不可能被认为有通常所说的成长前景。

现容许我把谈话过渡到传统分析法的第三项活动上，我认为，这种活动，在全日制的华尔街种种机构部门里，几乎经常有人做，如贸易调查，而且，这项活动会使人认为，某个行业或某个公司在未来12个月里将会有非常不寻常的好结果，因此其股票应被买入。

容许我提一点，我非常怀疑这种华尔街式的做法，这或许是因为它是消磨证券分析师时间最流行的一种方式吧。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为它极端质朴。证券分析师，通过判定一定的业务，来年将会出现好的转机，从而，根据任何严格的效用标准判断，发现了某些真正有用的东西，并且他们可以把这种发现转化成一条无条件的建议，认为某支股票应当买入，这种思想，在我看来，仅仅是一篇针对真正的证券分析的讽刺诗文。

举一个典型的案例，说明作出上述认为的原因，例如，美国普莱伍德（US Plywood）在1942年的表现将比1946年的表现较佳，而国民百货公司（National Department Store）则相反，其表现在1947年很可能比1946年更糟糕，那么有什么原因使人相信美国普莱伍德就应卖出每股34美元的高价格，而国民百货公司只能卖出17美元的低价格呢？其实，在以公司来年经营业绩与以当前市价买卖证券这两个概念之间，并没有任何严格的关系，而美国普莱伍德卖价为每股34美元，或许是由三年来其丰厚的盈利折现所得，国民百货公司卖价每股17美元，从理论上而言，则是由三年来可怜的为数不多的盈利折现而来，并且，在很多情形下，不仅在理论上是如此，而且在实际中也是如此。

我想提一个建议，这是一个很具实际意义的建议，在你们眼里，它是以前我曾讲述的或许仅仅是一些理论上的分析而已，然而如果你像证券分析师一样，把传统分析法各项活动进行下去，那么一些相当明显，然而并非严格的条件就扎根于你自己的思考之中，或许也会从你的文章、建议中流露出来。那样做，你便可以肯定，你正在执行作为一位证券分析师应该承担的种种责任。如果你为你的客户选择绩优股，即业绩好、经营稳健和表现相当优秀的股票时，这一建议非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常好，并且我完全为此而来。但是，当你在做这种个股推荐时，你要判定并特别指出，其价格处于公正的价格范围之内。当你为你自己或你的客户选购成长股时，你就要判定及特别指明，如果成长前景仅仅是个平均水平，那么购买者以当前的市价水平购买股票，与以某个合理的价格水平购买股票相比较而言，为得到这一成长因素，他值得花费多少费用。然后决定并指出，根据证券分析师的判断，是否某支股票的成长前景可观，以致于可以保证某证券的谨慎投资者以当前市价购买该支股票是安全的，并无损失之虞。

我想了解一下，证券分析师及其这个圈子内所做的那种陈述。在我看来，然后你将获得某种用于提出个股推荐意见的这个过程中很具防御性的分析方法。

最后，如果因为其近期良好的前景而推荐某支股票，你应该判定及指明，根据证券分析师的判断，股市价格及该支股票最近的市场行为是否已经反映了证券分析师的预期。在你判定，那并没有发生时，并且你也判定出很可能这一点仍没被股市显现出来，然后，因为，其近期看好的前景，而推荐某支股票，你的所作所为至少说来是合乎道理的。

关于对证券分析师传统的分析活动的评价，或许有点偏见，你们是否有问题可问呢?

问： 你是否将你的近期（near-term），即在你的第三点中提到的概念，限定为一年?

答： 我一直认为，近期应该指一至二年某个时间段，然而大多数人在这个范畴上，对以12个月作为近期感到满意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们花5分钟的时间，谈论一下非传统的或说过渡性的证券分析活动，它强调价值。

其第一项活动指以整体而言的低价位入市购买股票，当然这只是一个陈腐的程序。每个人都知道，从理论上而言，这样做是正确的，它无需任何解释或辩护，然而，仍有一点须明白，即看起来似乎很少有人不停地这样做，并做成功了。

你要问的第一个问题，当然是："你是怎么知道那个市场价值就是低价位呢？"我认为，这可找到相当好的答案。凭借某些简单的评估方法，比如我们曾一直在探讨的那些评估方法，证券分析师就可以根据证券市场的过去的行为方式、特征，确认证券市场的低价位水平。记住，优秀的证券分析师，并不会因为证券市场一时出现乐观气氛，另一时出现悲观看法，而改变他已经掌握的未来5年盈利能力将如何这一概念。他对于未来平均盈利能力，仅仅因为他注意到非常重要的那类潜在因素发生了某种变化，才会改变自己的看法。

现在，这位证券分析师可以遵照某一机械的证券市场操作系统行事，如果他愿意的话，比如说你们很多人熟悉的耶鲁大学分析法（Yale University Method）。据此，当股票价格上涨时，你就卖出一定比例的所持股票，或者，当股票价格下跌时，从某个中间水平或平均水平开始，你可以将一定比例的债券转换成股票。

我敢肯定，这些政策措施是很好的政策措施，并且也经得起经验的检验。不过，对它们，有一条很严肃认真的反对意见，那就是说，在很多情况下，等待时机的时间会很长，为了找到周期性的时机，你不得不等待很长一段时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你将变得疲惫及不得安宁，尤其是，如果你是一位薪饷表方面的分析师，由于分析薪饷表时，很难仅依靠等待周期性低市场价位，找到充足理由证明你提出的薪金是有道理的，那么，你无疑会变得疲惫不堪，而且很明显，除此之外，你还必须做其他一些事情，如果你是一个有头脑的人的话，你将自然而然地想到，如何在证券市场处于任何阶段时购买价值被低估的单支证券。可以而且应当成功做到这一点，但这有一个先决条件，即在证券市场普遍处于很高价位时，购买价值被低估的证券并不是一种明智的做法。人们明白这一点，显得特别困难，这是因为，从表面上看，看起来证券市场处于高价位，正是购买价值被低估证券的良机，原因是，在那个时候，这些证券价值被低估，看起来非常明显。让我们比方说，如果你以13美元的价格买入曼德尔，当证券市场价值普遍偏高时，这时其营运资本就更高，看起来似乎比在证券市场价位普遍偏低或处于市场平均水平时，购买证券要好一些。但是奇怪的是，经验表明事实并非如此。如果证券市场普遍处于很高的价位，它将会有一种严重的下跌趋势，那么你以13美元的价格买入曼德尔，你将会使自己暂时变得很不幸运，并且不会成功。在某次崩溃中，股票价格也会猛降，这是完全可能的。不要忘记，如果曼德尔或者其他公司的股票卖出价格低于其你所做算出的价值的话，它之所以能够这样发售，是因为它不受欢迎，并且，在整个市场大幅度下跌的时期里，它将变得更不受人欢迎，它的受欢迎程度，一般而言，会随着股市各支股票受欢迎程度下降而下降。

问：格雷厄姆先生，是否存在你或许会称之为消极的受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欢迎程度这种诸如此类的东西，比如艾乞生（Atchison）的变动？我的意思是说，在一个下跌的市场里，价值被低估的证券，其价格会下跌，尽管这完全是一个事实，然而，这种价值被低估的证券，其价格下降速度是否跟某些蓝筹股一样快？

答： 就比例而言，大体上我可以说，事实就是这样的。价值被低估的证券，其价格下跌将与其他证券大体上旗鼓相当，这是因为，价值被低估的证券一般是价格比较低的证券，而价格较低的证券比价格较高的证券，在重大的衰退过程中，更倾向按比例下跌，因而你会找到几个技术方面的理由，说明为什么在证券市场处于高价位时，购买价值被低估的证券，并不会真正获利。

如果你非常肯定，市场价格过高，那么以现金或政府债券保有你的资金，与将其用于购买折价发售的股票相比，前者不失为一项更佳的投资策略。然而，在其他时候，当然是在大部分时间里，投资于价值被低估的证券，获利非常丰厚，并且该领域非常适合证券分析师参与。这一点我们将在下一讲深入探讨。

第八讲

在处理价值被低估证券中，可以得出这样一个结论，即证券分析师很可能对某个特定公司的发展非常感兴趣，从而对恰当的公司政策也会非常感兴趣。既然他对公司政策有浓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厚的兴趣，因此，他或许会批评不正确的政策，并会极力鼓吹实施正确的政策，他认为上述这一切，均为股东着想。因为，在相当多的情形下，证券价值被低估这一现象可以由公司实施正确的行动、政策来清除掉，这是一个事实。

因为，稍加推理，在价值被低估证券方面的专家便会发现，自己开始变得讨厌以永不满足的股东而著名的华尔街。

针对永不满足的股东，我想说一句。股东找的麻烦事，以鄙人薄见，就是大多数股东并不满足于现状。给华尔街增添的这诸多麻烦，其中之一是，关于公司事务的“挑起是非者”或“罢工起诉者”与有合法抱怨权的股东之间，本身就难以区分，而股东的合法抱怨应引起管理层及股东伙伴的注意。



问：*关于投资收益，是否可能有判定其数值的比较保守的分析方法，换句话说，投资收益，就我理解而言，很多是源于利息和红利的收益，并排除了资本升值。*

答：的确如此，我感到很高兴，你提出了这个问题，因为在保险公司的证券投资中，我忽略了要考虑资本升值或贬值这个问题。

要谈论这个问题，我想得回顾一下，为什么在20世纪20年代保险公司股票那么受欢迎。当时所作的分析表明，保险公司的股东是幸运儿，因为他可以有三种不同的且很有价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收入来源。其中之一就是来源于保险业务，保险业曾被认为是一个很好的行业，尽管当时并没有人分析过，这个行业在盈利方面到底贡献几何，人们只是想当然地认为，这个行业对股东来说是个很好的行业。

第二个收入来源，据说是你所得到的利息收入，不仅仅是你自己的钱赚得的利息，而且还包括从大量由投保人（Policyholders）以无偿的保费收入（Unearned Premiums）及未被支付的损失赔偿金（Unpaid Losses）等诸如此类形式留给你的钱中，赚得利息及红利收入。从而，凭借你自己的每1美元，你实际上就有大约2美元的钱在为你工作，为你获取投资收益。

第三个收入来源是你拥有极其能干的经理人员为你把资金投向各种证券，并为你赚取大量的利润。

确信无疑的是，在20世纪20年代证券市场走高这一时期，他们为你赚得了不少的利润，然而，在20世纪30年代早期，证券市场正是走低的时期，他们却让你损失了不少的钱。同样的事在1937年至1938年又曾发生过，在1937年3月以前，他们为你赚取了一大笔钱，然后，随着证券市场下跌，他们却又让你损失了许多钱。

我非常确信，这些年来，当今老练的投资者并不愿意向保险业经理人员为他们赚取利润的能力支付太多的报酬，结果是，我们并没有对保险公司投资结果进行检查，以及仔细分析。在信托投资方面，则要进行这种检查和分析，在保险公司投资方面没有做这件事，是因为，其业务本身表明这件事并不是一件容易的事。虽然如此，但是这件事还是可以做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。我将把一个在20年期间内，有关美国权益保险公司（American Equitable Insurance）的某些数据给你们，以表明在那段时间里，该公司是怎样开展其投资业务和保险业务的。

然而，就整体上而言，要回答上述这个特别提出的问题，目前没有一位投资者，并且我相信也没有一名证券分析师，愿意特别称赞保险业务从其所投资证券的主要价值中赚取利润的这一能力。其实，在年景好的年份里，保险业务从中可以赚取利润，然而在年景不好的年份里，保险业务可能从中就会损失很多钱。那或许显得有点不讲道义，但是我确信，那种观点是目前证券分析师的普遍看法。



问：*你是否愿意花几分钟，针对保费收入与保险利润两个概念加以比较区别？它们是专门术语，那什么是保险利润呢？*

答：保险利润就是从保险业务及其他类似业务中赚取的利润，它主要由保险公司支付保险业务损失赔偿及经营费用后的剩余部分组成，另外，它还包括一定数量的无偿保费收入储备金(Unearned Premium Reserves)的增长额，无偿保费收入储备金也是一个专用名词。人们一般认为，在资产负债表中列示的无偿保费收入储备金这项负债，通常有40%的份额真正构成了股东权益。当这个储备金额上升时，当年保险利润也相应地提高了，反之则相反。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，你可以将保险利润的结果分成两部分：第一部分就是损益表中直接反映出来的保险利润，第二部分则是无偿保费收入储备金上涨、下跌的那部分股东权益。

我的确想就计算保险业中的股东权益、清算价值等方法作以说明，不过，我得过一会儿才谈论这个问题。

问： *在不提高保险业务量的条件下，增加保险利润有多大可能？在这个问题上，你总是一谈到战后就稍止，其实，在战后，财产重置价值会上涨，从而，财产保险的保费就不得不提高。*

答： 在回答这个问题之前，我想很好地区别一下近期经营成果(Recent Results)和长期平均经营成果(Long-term Average Results)。火灾保险业务近期经营成果一直很糟糕，大多数公司，在我看来，在1946年出现了亏损，虽然公司盈亏状况的统计数据仍没有公布出来，并且，我还认为，在1945年，其中或许有一半的公司出现了亏损。

我一直在处理的经营成果就是保险公司10年经营成果的平均数，我认为，保险公司10年经营成果的平均数很好地体现了，在该行业中你能够获得的预期收益。未来10年保险公司的经营成果将会比上一个10年里的经营成果稍好一些，这也是可能的。但是我认为，保险业方面的证券分析师或投资者并不应该特别地追究这一点，而他应当指望未来5年保险公司的经营成果比其在过去两三年里的经营成果要好，当然两者之间并不是一码事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问：那么，为什么像美国储备保险公司（American Reserve Insurance Company），甚至像北部河流保险公司（the North River Insurance Company）这样的保险公司能够在保险业务经营中立足呢？

答：北部河流保险公司能够在保险业中站稳脚跟，当然是因为它已经存在了126年，并且已经聚敛了一大笔保险业务，这些业务是年复一年积累起来的，而且其业务经营使经营该项业务的人员、使该公司的客户以及使该公司保险单持有人感到非常满意，至于它是否令公司股东满意这个问题，我认为，以前从没有人曾问起过，并且，我也认为，这样的问题，在其他任何这样的公司中，也从未被问起过。

我曾阅读过大量的由火灾保险公司向股东提交的年度报表，这些年度报表中一般包括一张资产负债表，另外，其中还要列示该公司所持有的各种证券的类别及名称。这个行业盈利如何，这个问题还从来没有人讨论，我认为，提出这一点将不是绅士之举。

问：你此处列举的数据，是否就表明了年度报告中的保险利润，或者说这些数据已经作了某些调整，比如，因为无偿保费收入而作的调整？

答：其中涉及到了这些无偿保费收入的调整，这是一种标准的做法。事实上，在很多情况下，这些保险公司自己会在其年会讨论中指出，这一项调整数额为多少。这真正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个标准的程序。

在意外险保险业务中，另外还有一项调整，这项调整以后我会谈及到，即一种储备方式与另一种储备方式产生的储备金额差的调整。

问：*缘何股东对保险公司一点也不了解呢？其中原因之一，我认为是，直到如今，保险公司仍没有向外公布其损益表（Profit or Loss Statement），他们仅仅向外提供了资产负债表，就像银行一样。*

答：事实上是这样的。如果我是一名某保险公司的股东，我希望知道其业务经营是否相当赚钱，并且我会问这样一个问题。然而很明显，保险公司的股东们并没有问这个问题，更没有要求保险公司在年报中提供这些相关数据，并加以分析。

很有趣的是，伤亡保险公司倾向于以大量的信息向外公布精心编制的年度报表，或许，其中原因之一在于，在过去的10年里，意外险保险业务非常地赚钱。

问：*你是否认为股东的沾沾自喜是因为这样一个事实引起，即保险公司早期投资者，像在大陆保险公司（Continental）或者说人们称之为“豪门集团”（Home Group）这样的保险公司里的投资者，曾在过去一年里用自己的资金赚了很多钱呢？是否他曾停下来去“睡觉”却是另外一回事，但是我认为那就是股东盲目满足的原因。*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答：我并没有义务告诉你们，在过去的20年里，每个保险公司都发生了什么事。然而我确实知道，在过去的20年里，火灾保险中某些公司的经营业绩一直表现得很糟糕。并且，我认为，北部河流这个公司非常具有代表性，这家公司，最初表现不错，然而，现在却处于困境之中，这种困境不容许它再为股东赚取大把的钞票。我并不认为，如果你选择其他某些公司进行分析，这种分析的结果就会有所改变。你或许可能发现一两个例外，如圣保罗火灾及海上保险公司(St.Paul Fire and Marine)，但这些例外情况的数量非常少，为数并不多。

问：在这一方面，共同基金或投资基金公司(Mutual Companies)的竞争是否是第一个影响因素？

答：我不知道，共同基金公司的竞争是否是一个影响，或许有可能是。然而，当保险公司尽力收取较高的保费时，他们必须向其董事会申请，其间总是有很长一段时间，才可能获准申请。

问：为投资基金招揽生意的说客，总是引证投资基金收费比证券公司低这一事实，这是他们参与竞争的最大筹码，也就是说，他们向客户收取的佣金比证券公司低，而这笔佣金就是投保人的净成本。

答：如果事实是那样的话，我并不会因此而感到惊奇、意外，我们有理由认为，对火灾保险保险单支付的佣金一直过高，而该佣金支付给客户。在我看来，并不需要很多销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售术去推销火灾保险单，不过，要卖出一张寿险保险单或许就需要那么一点儿销售术了。火灾保险佣金一直相当高，我认为，近来在一些情况下，几个州的保险监管部门，对因为向客户支付佣金过高，而是否容许提高保费一直犹豫不决，至少这是我所得知的情况，但我将不会认为那是一个事实。

问：伤亡人员总是加重投保人的成本。

答：投资基金，也是这样吗？在意外险保险领域，尽管证券公司与投资基金公司存在竞争，但是证券公司一直为其股东赚得数量相当大的一笔钱。

对此，还有其他问题吗？

问：回头再考虑一条很基本的观点。对于保险及投资基金这些行业，我并不是都很熟悉。在黑板上，已列举了1927年和1945年的相关统计数据。我能够明白，为什么在投资收益方面曾有过下降，尽管我的问题似乎有点重复的味道，但是，你是否可以解释一下为什么保险利润会突然出现猛烈下降呢？这种猛烈下降是一个暂时的情形还是说它将继续发生呢？

答：北部河流保险公司的保险利润出现下降，有两个原因：一是因为在那两年里，保险费的利润率（或说每美元保费收入的利润额）从6%下降到4%（或由6美分下降到4美分）。要说这是否是一个持久发生的事情是很困难的，我倾向于认为，在这些年里，保险费的利润率有一个较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小的下降趋势。

更重要的事实在于，该公司所获取的保费数量，即每美元的股东权益的保费额，曾下降到先前的½，因此，在相同的利润率条件下，你的股票为你赚得的利润只有先前的一半那么多。

那好比说，现在你每美元的资本金只有50美分的销售额，而不是1美元的销售额。

其中原因是非常有趣的，我想在此就其评论一番。这些公司在这期间以种种方式积累了他们的股东权益，其积累程度之大，超过了他们所聚积的保费收入，这就是曾发生过的事实。其结果是，从对股东而言是好结果的角度看，在1945年，这些公司拥有过多的资本，其每美元业务占资本金额的比率也过大。

当然，保险公司会坚持说，这不是事实。他们会说，如果他们有更多的资本，那么投保人处境就会更好一些，因而股东的处境也会更好一些。他们还会说，他们期望在未来的业务经营中会做得更大，因此他们应该获取足够的资本金，用于扩大业务量。但是事实仍然是，如用货币来衡量，在1945年，北部河流保险公司用2 500万美元的股东权益，只做了900万美元的业务，这样，每美元资本金的营业额就是一个很小的数值，然而在1927年，该公司以更少的资本金却做了较大量的业务。

这个方面，从来没有引起任何人的注意，也就是说从来没有引起任何股东的注意。就管理人员而言，他们拥有的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本金越多，说明他们经营得越好，对此不容丝毫怀疑。

问：他们难道不是就有更多钱可投在各种股票上吗？

答：虽然他们有更多钱用于购买股票进行投资，但是这对于股东而言，并没有特别的好处，因为那是把他们自己的钱，自己更多的钱用于投资。问题在于，其投资回报率怎么样，当然，投资回报率也一直在下降。

对于你的问题，有一个更好的答案。由于他们拥有了更多的资本金，因此，每美元的资本金用于投资的数额就下降了，其原因是，除了将股东的资本金用于投资外，他们还把其他资金，即从其他业务活动中获得的资金用于投资。与其业务经营相关的资本金越多，他们拥有的额外那部分投资资金所占的份额就越小，这一点可以通过数据来证明：在1927年，他们的每美元股东资本金所占有的投资资产为1.45美元，而现在，他们的这一数据仅仅是1.18美元，因此，在这个方面，其数据也是下降的。

现在，我或许会建议，某人应当提出这样一个问题，即，为了从北部河流保险公司中获得恰当的投资回报，股东应该做些什么呢？让我们假定，这是股东应该决定的一件事，这或许是一条于任何人来说都不寻常的建议，尽管从理论上看，这条建议似乎非常基本。那么，在此，就会有一个可能的答案：假定你重新建立1927年的资本金与保险费收入之间的关系，当时事情是非常令人满意的，要建立这种关系，只需要将与该公司业务经营有关的过量的资本金返还给股东即可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你这样去做的话，那么你将会得到6%的资本金盈利率，并且能够支付4%的资本金红利率，我作此建议，即支付4%的资本金红利率给股东，或许就是支付给股东的合理回报。事情可能会那样发生，这是因为，当你从当前每股31美元的盈利中拿出15美元用于支付股利，然后留下仅仅16美元为股东赚取利润，那么，你正在通过减少投资收入净额来降低你的盈利能力，动用这15美元用于支付股利所降低的投资收益净额，从而引起盈利额降低，盈利降低额表现在定单上，至多为40美分，从而你从剩下的16美元中的投资中可以赚取85美分的盈利，并且你得到的资本金盈利率会相当地接近6%，而这一盈利率正是你所需要的。

虽然，这个方法并不可能向保险公司经理人员进行推荐，但是，这种方法，就股东而言，具有一定程度的计算合理性。

这样分析北部河流保险公司，你们是否还有其他问题可提呢?

问：有一点，我很不理解，即是什么原因使得保费的数额，以美元表示的数额在下降呢？这个问题，在这个行业中是不是一个有关成长及竞争的问题？你是不是不想预期这20多年来总的保险费美元金额会有所上升呢？

答：实际上，其情形是这样的，就整个美国而言，由火灾保险公司所卖出的净保费收入从1927年的966 00万美元上涨到1945年的1 226 00万美元，这表明大体上涨了1/3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

北部河流保险公司在1945年的保费收入为910万美元，在1927年其保费收入为1 090万美元，很明显1945年与1927年相比，其保费收入下降了16%。我们相当清楚，在这段时间里，只有北部河流这家保险公司的保费收入出现了回落，然而，其他许多保险公司，在这20年里，其保费收入却增加了，他们保费收入得以增加，是得益于收购其他公司，另外，还有大量的保费收入为这些意外险保险及其他公司新成立的火灾保险分公司取得。这么说，一个不进行公司改制的，而是一味坚持其固有模式的典型公司企业，其所处的境况或许不会跟北部河流保险公司的处境有多大差别，即是说，它同样会有保费收入下降的下场。

指出每1 000美元保额的保费收入，即保费率从1927年到1945年出现了大幅下降，是非常重要的。于是，所有这些保险公司从投保人手中得到的钱更少，而向投保人支付赔偿金相对较多。结果是，其保费收入遭受损失。并且这些没有反映出新闻报道其数量扩大这一真实的增长水平。

问： 在1927年至1945年这18年中，北部河流保险公司是否卖出了新的股份？

答： 该公司卖过新的股份。在以前某次陈述中，我犯了一个错误，在此我想更正一下。我曾说过，北部河流的保险公司一直停留于“老位置”，这种说法不对。实际上，他们曾接管了另外一家保险公司，这家公司的资本金占合并后的北部河流保险公司总资本额的1/5，这就意味着，该公司在那段时间里，通过吸收另外一家保险公司，很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户·零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能增加了其业务规模，大约扩展了25%。因此，该公司本应显示出，其业务经营量有所提高。但是，确切地说，我不知道，为什么这家公司的业务量并没有因此而提高。

问：北部河流保险公司是不是一个集团公司？

答：是的，它是一家集团公司，由克拉姆·弗斯特（Crum and Forster）机构操纵。

问：他们有可能将保费收入转移给了集团公司内的其他某些公司。

答：原因或许就在于此。这引出了另一个有趣的问题，这个问题在保险公司经理人员如何看待股东的利益中表现出来。许多保险公司被称之为"航母舰队"，这或许说它们是大集团公司，在那些"航母舰队"中，你会发现一些非常惊人的事情。在这些集团公司里，其中某些公司可能会非常赚钱，但同一集团内另外那些公司则可能很不赚钱。当你寻求其中道理时，正如我曾在某个案中作过这种解释一样，你很可能对你得到的解释感到有点意外。总是使人惊奇的事情是保险人（Insurance People）从来不根据发生在股东身上的事情发表言论，而总是根据保险业务发生的事情发表看法。你可能会发现，许多经营上的原因，可以说明为什么A公司是盈利的，而B公司却是不盈利的，但是在这个情形下，你却找不到一条理由可以使B公司的股东感到满意、信服。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 九 讲

现在，让我们把注意力转向新阿姆斯特丹意外险保险公司（New Amsterdam Casualt）这个案例上来。这个案例很有趣，其原因与我在上一讲指出的原因完全不一样，在这个案例中，你从终止价值中可获得大额的价格折扣，然而，你不会找到一个不盈利的公司，倒会找到一家几年来一直盈利颇丰的公司。你所看到的，不是股东从或许可称之为一定的资产浪费中遭受不幸，多年来在相当亏损的基础上经营一项业务，从这种业务经营角度看，资产被浪费掉了，虽然如此，你看到的却是正好相反的情形，资方尽可能多地聚集及保留所有资产，并且向股东支付尽可能少的股利，资方的这种穷奢欲望正是股东遭受不幸的根源。我认为，在本案例与北部河流保险公司这一案例之间，两者的差别是非常显著的，股东的利益分别受到了特征不同的公司发展情况及公司实行不同的政策措施的影响，亦表明公司虽然实现了盈利，但是仍没有将盈利用于分发股利，这使股东的利益同样受到侵害，股东遭受这样的侵害，就如同公司未实现盈利从而无法分派股利使股东遭受侵害一样。

现在，公司的经理人员一定会极力否认这一点，他们坚持认为，只要能赚钱，并且所赚的钱保留在金库里，那么股东的利益就不可能受到伤害，相反地，股东只可能获益。我相信，你们这些在坐的绅士豪爵比其他人更有资格判断，这个问题是对是错。公司外部股东总是从公司保留其业务经营盈利中获利、受益，而相反地，根据其股东权益所占份额的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少，以股利的形式向股东支付相当的投资回报，公司外部股东就得不到好处，这是否真是一个事实呢？我认为，华尔街的经验证明，对待公司股东最好的方式是，根据公司的盈利额及证券的真实价值，向他们支付数量公正、合理的股利，证券的真实价值则通过以盈利能力或资产为基础的任何普通的实验来测量。

在我看来，新阿姆斯特丹意外险保险公司这一案例是一个非常生动的例子，可以说明证券持有人的利益是怎样从公司不支持足够的股利中遭到伤害的。这家公司，正如我两周前谈到的，一直在分派股利，股利金额与其他两家公司的支付数额相等。不过，这家公司历年来的平均盈利额都非常高。在1941年至1945年这5年里，其税后平均盈利额显示为每股4.33美元，然而该公司曾分派的股利其最高金额为每年每股1美元。

你应该回想得起，北部河流保险公司在那段时间里平均盈利额为每股1.12美元，这只有新阿姆斯特丹意外险保险公司的1/4，但是却支付了相同数额的股利，即每股1美元，美国权益保险公司，在那5年里其平均盈利额为每股9美分，但每年也支付了每股1美元的股利。

要是新阿姆斯特丹公司支付的股利，一直与其盈利额和资产均成比例的话，那么毫无疑问，该公司的股东本应从两个主要方面受益：第一个方面是，他们本应该得到更充足的投资回报，这件事对于普通的股东而言，是一件意义非常重大的事情，第二个方面是，他们本应该为其股票享有一个更优的市场价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正好，我们有另外一个意外险保险公司可与新阿姆斯特丹进行比较，这个公司名称是美国忠实担保保险公司（U.S Fidelity and Guaranty）。这两家公司，经营的业务范围、每股盈利状况及每股资产份额几乎完全等同。但是，碰巧不同的是，美国忠实担保公司分派的股利应是每股2美元，而不是1美元，以致于近来其股票卖到了每股45美元左右的价位上，然而新阿姆斯特丹公司的股票卖价，却在每股26美元至28美元范围内波动。

向股东支付合理、公正的股利与向其支付吝啬、小气的股利，这两者之间会产生不同的结果，这是非常明显的。通过比较其他一些例子，你同样可以找到这种差异。

你可能会问：在股票的市场价格和股东的股利收入似乎都受到当前的股利政策的伤害时，公司管理层将会为不能分派、支付更可观的股利找到什么样的理由呢？

如果你就这个问题，跟公司管理层谈论一下，你就会发现，他们将为其所实施的股利政策给出三条理由，如果你曾在某段时间里做过类似于传教士工作的话，他们的论点将出奇地令你熟悉。

他们给你的第一个原因是，他们实行这种股利政策是出于保守、稳健的缘故，坚持保守主义，即是说，为了股东的利益，尽量保持保守的做法是可取的。当然，保持保守、谨慎的确是一件好事，然而，在这件事上，真正的问题在于，是否某家公司过于保守？比如说，如果股东不是获得了1美元的股利，而是没有得到任何股利，这或许是保守主义的极端情形，那么股东是否受益更多呢？我认为，经验表明，这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保守主义很可能达到严重损害股东利益的地步。

从这个公司中，你可以找到第二个原因，并且从处境与该公司一样的其他公司中，你也会找到这个原因，即这个公司的业务很特殊，并且这种业务有特殊危险，因此，在经营这种业务时，应比经营其他普通业务，或经营你可能提及的任何业务都要更加仔细、小心，这是非常必要的。在这种特殊的情形下，他们还可能会指出，1946年的经营状况不令人满意，并且当前的形势无论如何也不能说好。

既然每项业务都具有特殊性，在我看来，这个论点或多或少有点自问自答的味道。你将被迫推出这样一个结论，如果有人认为每项业务均为其他业务非常不一样，以致根本没有任何原则适用于这项业务，那么股东在决定怎样的方式才算是对待自己的恰当方式时，也没有原则可以凭借。

至于在1946年，该公司的经营成果表现不佳这一陈述，是否属实呢？碰巧，如果你可以以通常的方式分析该公司的经营结果，你就会发现，即使在1946年这样的业绩糟糕的年份里，新阿姆斯特丹意外险保险公司依然盈利每股2.5美元，这说明上述陈述并不属实。因此，该公司本可以支付比1美元更多的股利，纵然你只考虑了一年的盈利情况，这种考虑问题的方式绝对不是可以遵循的标准做法。实际上，股利政策应当建立在过去的平均盈利与未来预期平均盈利基础之上。

有人将会指出，在过去的两年里，某些保险公司在保险业务经营过程中，一直困难重重，因此，遵从保守主义是可取的。我们大家都清楚，有些保险业务是赚不了钱的，而某些保险业务却是相当赚钱的，如果因为在保险领域中存在某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些不赚钱的业务或某些可能不安全的公司企业，就宣布赚钱业务的股东不能享有合理的股利，那么我们认为，这是你把风马牛不相及的事情搅在一块了。

第三个理由，我认为特别有趣，这是因为，它涉及到股东上诉程序及股东权力这一实质问题，这条理由是，股东并不理解保险业务中存在的问题，也不理解公司管理员的做法，从而股东认为，自己比管理层更清楚，为了股东的利益，公司应当实施什么样的股利政策，不过，这种认为显得很粗俗、很无理。

当然，这个论点的麻烦之处在于，它需要检验正确与否，这种看法意思是说，不管提出了什么样的问题，股东都不应当表达自己的看法，并且也不应持与经理层背道而驰的看法。我相信你们大家都同意，如果你们认为管理层总是知道什么事是最应该做的，并总是处处以维护股东的利益的在行事，那么股东控制管理人员这一原则将会彻底地遭到破坏。

对于新阿姆斯特丹公司，本堂课我们一直在提到这个名字，以求生动活泼，我想再说两件事，我应该说的第一件事是，我的投资公司与新阿姆斯特丹意外险保险公司有利害关系，并且我曾跟该公司的管理层就恰当的股利政策有过一次争论。由于，或许你们会相信，我的讲课存在偏见，故我想说一点，你完全有自由去做出你愿意得出的任何类似的结论。当然，你应当对偏见产生的可能性引起足够的警觉。当然我认为，我所做的陈述公正地再现了这个案例中的各个问题。

我要强调的第二点是，新阿姆斯特丹公司由品质最好的、能力很高的那些人在管理，他们管理得很好，而且在此产生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题，一方面不是因为管理人员自私自利，另一个方面也不是因为管理人员缺乏能力，然而这个问题，单单是指股利政策这一问题，以及这项股利政策给股东利益产生何种影响。

在新阿姆斯特丹这个案例中，以及在其他许多案件中，找到解决股东利益这一问题的方法，看起来并不是一件很容易的事情。对该公司做过大量的思考、分析以及论证之后，我明白了一点，那就是，在这些情形下，你需要做的是一个长期教育股东的过程，以致于他们以后能够独立想问题、做事情。虽然我并知道，人们是否会认识到这一点，但是我非常希望华尔街的仁人志士们，应该就股东应该持有何种证券，以及他们应该考虑买卖哪些证券等问题，给股东们提供正确的而毫无偏见的指导意见。在这之中，华尔街的仁人志士们应该担当某项重任。

第 十 讲

女士们，先生们，今天这一讲是我们这次系列讲座的最后一讲，正如我在备讲过程中觉得它们很令人愉快和很具有鼓励性一样，我希望你们也会觉得，听这些讲座很令你们快乐并激发了你们的兴趣。

最后要谈论的问题，似乎有点像背道而驰的东西，因为其本身就是一项臆测或玄机，它就是与证券分析相关的投机。

我认为，投机是一个与爱情一样普通受欢迎的话题，不过，针对这两个话题的许多评论，都相当陈腐而没有特别的利用价值可言。（笑声）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这一讲中要讨论投机这个问题，投机这个重要因素，在财务活动中及你自己的工作中，均有涉及，故在讨论投机这个问题时，我会尽力把它不太明显的方面给大家说明一下。

在这一个小时内，我想讲三大要点。第一点是，投机性因素几乎在证券分析师的各项工作中都相当重要，甚至在其某些工作中极其重要，另外，在过去的30年里，投机在证券分析师工作中的份量及意义一直在增加。

第二点是，智力投机（Intelligent Speculation）与非智力投机(Unintelligent Speculation）之间有实质性差别，并且用于区分这两类投机的证券分析方法经常是很有价值的。

第三点是，尽管前面两点陈述是既定事实，但是我依然认为，证券分析师对投机的态度，目前仍然是一种不正确、不健康的态度。其基本理由在于，我们倾向于把考虑问题的重点放在成功投机酬金方面，而不是把重点放在成功投机的能力方面。

因此，很有必要仔细地自我检查一下对作为投机者的证券分析师所作的评论，是否正确，这意思是说，对所谓的典型投资者充当投机者角色所作的评论，也要进行仔细地检查。

首先，我们给投机赋予的含义是什么呢？在我们的《证券分析》一书中有一章集中讨论了投资与投机之间的区别，因此，除了帮你们回顾一下我们给投机下的定义之外，我并不希望对那一章节再作讲述，《证券分析》一书中给投机下的定义是：

“投资操作就是在周详的分析基础之上，确保本金没有损失的风险，并能得到令人满意的投资回报的那种操作方式，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不能满足这些要求的操作方式就属于投机操作。”这很简要地指出了投机的含义。我们可以把它扩展、丰富一下，即是说，在投机操作中，凭借证券分析程序，其操作结果不可能被成功地预测出来，这并不是说，投机操作不可能成功，而它仅仅是说，仅仅依照我们的证券分析方法，你不可能在单支证券的投机买卖中，总是一个成功的投机者。

投机操作与证券价格的变动有关。在某些情形下，投机操作只单单强调证券价格的变动，而在其他情况下，则要强调证券价值的变动，因为，证券价值的变动后，预期其价格也会变动。我认为，这样划分投机操作的类型，是一种非常重要的分类方法。举例来说明这一点，也非常容易。

如果某人在1946年初，以80美元左右的价格购买了美国钢铁，这主要是因为他认为，在牛市的后阶段，钢铁板块股票价格可能会有一个相当大的变动，那么他的这种操作方式明显是一种投机操作，原因是其操作根据主要是对股票价格变动所持的一种看法，并且对价值因素没有做任何考虑。

相反地，某人在1945年某个时候以低价位，比方说每股4美元的价格买入标准燃气及电气公司（Standard Gas and Electric）的优先股股票，该优先股核定发行价格为每股4美元，这是因为，他认为标准燃气及电气公司的注销优先股的计划会有所改变，他凭此所进行的买卖股票的操作，毫无疑问也是一种投机性操作。不过其中涉及了他分析公司价值的动机，或者说涉及了其分析公司预期价值变动的动机，正如同其发生一样，在标准燃气及电气公司优先股发行这个案例中，其预期价值变动确实得以实现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为，你们都很清楚，从一个相反的角度看，几乎所有的证券买卖操作，从根本上而言，只要是基于预期变化而进行的操作，不管这种变动是公司价值变动，抑或是公司股票价格的变动，都必须被看做是投机操作，并要与投资操作划清界限。

在有关投机与投资的区别这一章节中，我们还讨论了证券价格投机成分(Speculative Component）这一概念。你们应该记得，我们曾指出，某支证券以某一价格卖出，这一价格，部分反映了证券的投资价值，而另一部分则反映了应被称之投机的这一要素。

让我们以相当激动的心情返回到1930年至1940年这个时期，举一例子吧，这个例子就是通用电气。为了说明其中存在的投机因素（the Element of Speculation）,我们故意挑选我们的所能找到的级别最高的投资类证券进行分析。通用电气在1939年平均价格为每股38美元，我们认为证券分析师可能会推断，其中25美元体现了投资成分，而剩下的13美元则代表了投机成分。从而，在这种高级别的证券中，在一般的证券市场里，证券平均价格中大约有1/3的价格代表着投机成分。

上面这个例子，表明了在投资类证券中，投机成分占有相当大的份量。我认为，这个例子是自一次世界大战以来，用于说明证券价值发展变化相当典型的例子。我认为，这个例子为我所说第一个要点找到了充足的理由，并解释了其道理所在。我说的第一个要点就是，在证券分析师的工作中，投机因素变得越来越重要了。我认为，只有那些在华尔街呆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过很多年的人，才能评价普通股投资地位，在上一代人生活那段时期内所发生的变化，并且也只有那些人，才能评价投机性因素已经渗入各种普通股的程度到底有多深。

当我1914年来到华尔街时，那时根本没有人认为投资证券具有投机性，而且当时证券本身不具有投资性。证券的价格主要以既定的股利、红利为依据，在平常的年份里，其价格波动相对较小，甚至在证券市场及证券交易出现相当大的变动的年份里，投资类证券的价格也没有出现大幅波动的现象。如果投资者愿意的话，他完全可以忽视证券价格的变动，仅仅考虑自己的股利报酬是否合理，以及股利报酬所依赖的因素，并且可以让证券价格任意变动，这在当时是非常可能的，或许偶尔他会对自己证券的情况加以谨慎的检查。

这个事实，可以通过举出一个相当极端的案例来说明，这个例子就是黑板上列举的联合燃气公司（Consolidated Gas Company），它就是现在的联合燃气爱迪生公司（Consolidated Edison Company），以该公司1919年至1923年这段时期，即第一次世界大战战后那段繁荣与萧条时期的数据予以说明。经济上的这些盛衰，的确很严重地影响了这家公司的经营状况。你会注意到，这家公司的盈利额遭受了剧烈的波动，并且在1920年就100美元的平价股而言，其每股盈利下跌到1.40美元。然而，在那段时间里，这家公司维持了其既定股利每股7美元的支付计划，而且其股票价格变动也相对较小，而其股价波动的原因是股市的整体摆动，换句话说，这家公司股票价格在每股71美元至106美元这个范围内上下波动。

如果我们回到1936年至1938年这段时期，即当前教科书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中所指的曾持续一年时间的衰退期，我们就会发现，在那段时期内，联合燃气爱迪生公司的盈利额并没有变动，但是其股票价格却出现了非常剧烈的变动。单单在1937年里，其股票价格就从每股50美元下降到每股21美元，并且在1938年继续下降到了每股17美元。在那个时期，该公司实际上筹集并支付了股利，并且当时其盈利也非常稳定。（请参表9-1所列示用于比较的数据）

表9-1　联合燃气爱迪生公司（或联合燃气公司）

某些年份的每股盈利、每股股利及每股市价数据情况表（单位：美元）

年 份	每股盈利	每股股利	股票市价变动范围
1919	4.10	7	106~80
1920	11.40	7	94~71
1921	6.80	7	95~73
1922	10.16	7.50	146~86
	（新股票）		
1936	2.33	1.75	48~27
1937	2.19	2.00	50~21
1938	2.09	2.00	34~17

自第一次世界大战以来，投资类普通股的价格一直在较大范围内波动着，我曾推断，此时让普通股的购买者忽略其市场价格的变动，实际上是几乎不可能的事。对于任何人来说，他购买了一揽子普通股票，并声称自己只对股利收入感兴趣，对股票的价格一点儿也不关心，如果他这样做的话，那么他是极端的不明智或者说这是一种伪君子的行为。

问题的实质并不是股票的价格变动是否应该被忽视，因为，很明显，股票的价格不应该被忽视，问题的实质在于，投资者和证券分析师以何种方式聪明地处理股价所发生的变动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我想，我应该暂时回头考虑一下我们曾做过的这种陈述，即在通用电气这个案例中，其股票的价格在1939年有相当大的份额反映了投机成分，这是由这个事实引起的，而这个事实是，一般地，投资者一直愿意为所谓的品质支付许多钱，也一直愿意为所谓未来的盈利前景支付许多钱，以致于他们自己把严重的投机因素引入了普通股的评价之中，而这些投机因素肯定会引起投资者自己态度的变化，因为股票的品质及公司的盈利前景本身就是两个心理因素。股利当然并不是一个心理因素，它或多或少是一个比较固定的数据，我现在谈到的盈利前景及股票品质这类事物，经受着投资者买卖股票的心理态度变化的影响。从而我们发现，通用电气股票价格变动范围很大，其变动范围几乎跟价格在相同层次上的任何二级股票价格的变动范围相当。

在1939年至1946年这段时间里，我们会发现，通用电气最初由每股44.50美元的价格下降至每股21.50美元，然后在1946年又回升至每股52美元，它表明其价格曾下降过33美元或说33美元左右。无疑，其股价变动幅度很大。我想，这正好证明了我的观点，即通用电气股价中有相当大的一部分必须被当做投机性成分或者也许是暂时性因素来考虑。

我还认为，你们可能会说：结果证明，通用电气的纯粹投资评估价值是每股25美元，原因是在1941年和1942年里，均存在许多机会，可以以这样的价格水平购买这支股票。在1939年至1946年这段时间里，通用电气股价变动并没有其他股票价格变动那样有利，这也是一个事实，并且我认为，二战前，通用电气过分强调的投机因素，这一投机因素则为上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

述事实所反映。

投机成分很可能渗入债券、优先股之中，正如其渗入普通股之中一样。但是级别高的债券，几乎从任何定义角度而言，实际上都不可能有投机成分渗入其中。事实上，如果你认为级别高的债券中有大量的投机成分，那么你就不会购买这支债券用于投资，你也不会把这种债券称之为高级别债券。但是，在这个方面，有一个很重要的因素应该记住，即利息率的提高很可能引起非常好的债券的价格出现相当大的下降幅度。不过，即使在那样的情形下，高级别债券也可以根据其整个存在期的债券利息的摊还来估计其买卖价格，因此其价格变动可以为传统的价值处理方式所忽视。正如你们中大多人知道一样，这种传统的价值处理方式正是保险公司评估价值的方式，这个方面我们近来一直在讨论。每年，高级别债券则根据债券利息的摊还来评定价格，这并不考虑其价格本身变动情况。

证券分析师脱离主要在普通股中出现的、非常令人厌烦的投机成分的约束，而把注意力倾注在债券分析中那些反应更加灵敏的和更加容易控制的因素上，这或许是一件令人惬意的事情。我认为，自1929年以来，华尔街一直在债券分析的技术方面取得非常大的发展及进步。但是，正当你已经真正将某种东西置于控制之下，这件事就不像其以前那么重要了，这或许是人生的一大嘲弄。我认为，我们都必须承认，在证券分析师工作中，以及在投资者的投资活动中，目前，债券分析扮演的角色比起其以前来说，变得更加不重要了。其中原因非常明显，即目前美国政府债券在债券投资中的份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额越来越大，而美国政府债券并不需要或本身无须正规的债券分析。

虽然公司债券在债券中只占一个较小份额，公司债券仍需要你认真分析，如果你对这些债券的分析敷衍塞责的话，那么你很可能将受挫；因为，我敢确信，一名真正胜任的债券分析师一定要在几乎每一种情形下提出自己的结论，即典型的债券购买者，购买政府债券要比购买基础性很好的公司证券要好得多。在目前的证券市场中，大型机构购买这些公司的证券是冠冕堂皇的事，而这些大型机构，出于政治性的原因，想在其证券组合投资中持有公司债券，就像持有政府债券一样。结果是，债券分析这个广阔领域，对于债券投资者来说，过去曾是非常重要、非常地令人赞赏的，然而现在，我认为，根据实用价值来考虑，债券分析的地位应该大幅降低。

总而言之，我的第一个要点就是：不管你愿不愿意，我们这些证券分析师会发现，投机因素在各种证券中变得越来越重要，我的注意力也正集中在投机成分较大的这些证券上。

第二个要点是有关证券分析师在区分智力投机及非智力投机时充当何种角色，我想通过几个例子来简要地说明一下这个要点。我已经挑选出四支低价格证券，我认为，这四支证券将会说明，证券分析师在处理投机类证券中可能会取得不同的结果。他们是，第一类别中有，阿里吉利（Allegheny）公司的普通股，本月末这支股票卖价为每股5美元，格雷厄姆-培吉（Graham-Paige）公司的普通股，其月末卖价亦为每股5美元；第二类有，通用控股公司（General Shareholding）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，其卖出价为每股4美元，电气债券及股份（Electric Bond and Share）公司核定价值为每股6美元的优先股，其昨天的买入价格大体与每股3美元相当。

当我们粗略地看一看这些证券时，我们会发现这些证券极其相似，即说它们是四种投机类证券，当然它们肯定是投机类证券。但经一名证券分析师稍做深入研究，他对这两类案例将揭露出一幅完全不同的图景。

在通用控股公司这个案例中，我们有如下结论：其股票是一家投资公司的普通股，这家投资公司总资产为2 150万美元，负债总额为1 200万美元，于是剩下大约950万美元余额为普通股股东权益，而这些普通股市场价格总额为640万美元。这意味着在通用控股公司中，你从其股票的当前显而易见的价值中获得了一项市场折扣，并且你有机会参与高杠杆经营。这是因为，如果你对公司的总资产价值支付640万美元的资金，那么，结果是，总资产价值每上涨10个百分点，将意味着普通股的账面价值上涨30个百分点，杠杆率为3。

而且，你实际上还免受来自严重的公司问题引起的任何危险的伤害，因为有份额很大的负债性证券，实际其占5/6的份额，这些证券主要的表现为优先股，这种优先股并不需要支付股利，而且他们没有到期日。

因此，在通用控股这个案例中，你拥有这样特别诱人的投机因素，这种诱人投机因素主要包括三个方面：一是你拥有一张进入大的情势的低价格“入场券”，二是你支付的费用不超过“入场券”的价值，而是少于其价值，三是如果你认为这些年里，股价波动可能是朝着两个方向进行的，即股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上下波动，那么，你会从这些波动赚得的钱比你从中亏损的钱要多。

对于通用控股这个案例，从分析角度来说，就谈这么多。

相反地，如果你以每股5美元的价格买入阿里吉列，尽管这支股票看起来其所处情势跟通用控股近乎相当，即两者均为投资公司的投资组合感兴趣，那么你会发现，两者在数据上的表现却完全不同。1945年末，阿里吉列公司拥有8 500万美元的总资产，然而却有12 500万美元债务要求权与之相对应，这项债务要求权主要以优先股和债券的形式存在，另外，还包括未支付的股利，因此，普通股金额约为－4 000万美元，在优先的债务要求权得到满足后，如以每股5美元的价格买入阿里吉利，你为你参与该公司8 500万美元资产的经营使用，为提高公司价值，需要投入2 200万美元的资金。

在这种情形下，然而，证券分析师当然会说，其中具有巨大的杠杆效应。但是由于你为此投入了巨额资金，以致于你不可能会获得实在的可实现利润，故这种投机是一种非智力投机。

事实上，就资产价值而言，你需要在阿里吉列投资组合的价值上提高70%，才算与其市场价格持平。而在通用控股这个案例中，如果你的这支股票的投资组合价值提高了70%，那么你将拥有的普通股每股资产价值为15美元，这大大超过了其市场价格，其市场价格为每股4美元左右。

因而，从分析的立场看，虽然阿里吉利与通用控股两支股票大体上代表了同一种因素，然而，两者却在量上存在巨大的差异，一个沦为非智力投机，而另一个则成为智力投机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，转而分析格雷厄姆-培吉这一案例，其卖价仍为每股5美元，你会发现另外一种不同的情形。在这支股票上，公众为其普通股股东权益投入了2 400万美元的资金，而这部分股东权益只有约800万美元的资产价值与其相对应，而这部分资产大部分是凯瑟-弗瑞瑟公司的股票。如果你在公开市场上购买这部分资产，你就没有必要为此支付其3倍的金额。该支股票价格的剩余部分体现了，用于经营农用设备业务的300万美元资产所赚利润。事实证明，农用设备业务是一项赚钱的业务，正如任何业务都可能赚钱一样，但你只为某种盈利可能性投入了好几百万美元，这按道理来说，证券分析师也应将其视为一种非智力投机。

现在让我们继续讨论通用电气公司的债券及股票的残余额，这个方面我只简要描述一下。如果你昨天以每股73美元的价格购入电气债券及股票公司的优先股，而今天的配送价格为每股70美元，其间差额就是残余额。剩下来就是可能的10美元的利息支付，你的这一要求权需要法庭或证券交易委员会来判决。如果这要求补偿的话，这10美元体现了高于该公司优先股设定价格的盈余部分。问题就是要决断此案例中要价、平价或其间的某个价格是否应当起支配作用。

我认为，这支优先股票属投机类股票，这应该非常明显。你很可能花费3美元，从中赚取10美元的收益，或许你什么也没得到，也是可能的，或者你赚得的钱界于0与10美元之间。但是，这种投机操作，逃脱不了证券分析师分析技术的“魔掌”。他可以凭借种种手段，仔细研究此情形的各种事实，并基于自己的技能、经验形成自己的看法，以及从他在其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公众效用稀释中发现类似的例子形成自己的看法。

如果我们假设，通用电气债券及股份公司的残余股有5%的机会获得10美元的盈利额或溢价，那么证券分析师就会推断，以每股3美元的价格购买其证券时，是一种智力投机，因为统计数据显示，在这样的投机操作中，从总量来说你赚得的钱要比亏损的钱多，因此，这些案例告诉我们，在算术或统计结果方面，证券的智力投机和投资有某种联系，实际上，智力投机和投资两者非常相似。

智力投机通过把成功的可能性的衡量建立在经验的基础之上，并对相关因素做了仔细衡量，于是，其至少可以预先推知，计算上的可能性并不与投机操作背道而驰。

例如，这一点可能适用于，以任何处于我们借助评估方法发现的股票价值变动范围的价格购买普通股。如果你回头回想一下我们曾对美国散热器所做的价值评估，你可能会想起，在第五讲中，我们曾做过大量计算，然后得出结论，认为美国散热器价值很明显界于每股15美元至18美元之间。如果我们假定这项工作做得非常成功的话，我们就能够得出如下结论：美国散热器的投资价值约为15美元，如在每股15美元与18美元之间购买这支股票，那么你就是在进行智力投机，因为在这种情况下，通过你在评估其中的投机因素这一事实，可以充分证明这一点。如果你以超过上限，即每股18美元的价格购买这支股票，你将置身于非智力投机这一领域。

如果，通过算术性实验测量出的可能结果，支持投机操作，那么我们通过简单的分类手段，就可以将这里分散的证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券智力投机操作转化为证券投资操作。我认为，那是一条寻求华尔街投机操作中大多数能获得成功且回报颇丰的原因的线索，总之，这种想法仅仅为你获得了通过技术性、经验性的计算过程进行投机操作的可能性或者说机会。

再回头看一下电气债券及股份公司这个案例。如果我们在评估这支股票的可能结果的过程中，我们真正具备了良好技能，并且得到了50%的成功把握，那么我们可以将电气债券及股份公司的残余额的投机操作视为投资操作的一部分。比如说，这项投资操作中涉及到10种性质各异的风险操作，在这10项操作中，如果你的运气一般的话，你将从30美元的投资中得到50美元的回报，换句话说，你将从其中5项操作中各获得10美元的回报，然而在其余5项操作中你将一无所获，你总的回报为50美元。

在华尔街，很少有人曾回答过有关智力投机的这些算术方面的问题，而这种智力投机建立在有利的机会的基础上。事实上，可能正是这个术语，对你们大多数人来说，是非常奇怪的，然而这个术语本不应该这样奇怪。如果我们允许在华尔街和赛马之间比较中犯某些轻微错误的话，那么你们或许会认为，华尔街聪明的操作手会尽力遵照职业赛马者的技术行事，而不是根据普通赛马人的技术行事。另外，如果我们承认，绝大多数的华尔街证券买卖活动中必定存在许多机会，那么正确的想法将是去尽你所能地衡量这些机会，并且按照你更好利用这些机会这个方向参与其中的活动。

因此，我将严肃认真地向大家推荐，在各种各样的华尔街式的证券买卖操作中，投机操作所具有的算术上的机会，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将为同学们提供一个完全的并且或许是个能赚钱的研究领域。让我暂且回过头去讨论一下阿里吉利普通股和格雷厄姆-培吉普通股。从证券分析立场看，我们曾把这两支股票的买卖，视为非智力投机操作。这对我们来说，难道不是做了危险性那类陈述吗？去年，格雷厄姆-培吉卖到了每股16美元的高价，而阿里吉利卖到了每股8.25美元的价格，均比当前每股5美元的价格要高。至少可以想像得到，购买这两支股票今天或许会有转机，一是因为杨先生（Mr. Young）或者称弗瑞瑟先生（Mr. Fraser）的经营能力会创造至今仍没出现的真实价值，二是因为不管其价值如何，这两支股票中都具有良好的投机动机因素。

这两种可能性都存在，并且证券分析师也不容忽视这两种可能。然而他仍然可以坚持己见，将购买这两支股票视为非智力操作，因为他的经验告诉他，就一般而言，这种投机操作结果不会太好。原因之一是，以每股5美元的价格购买这种股票的那些人，更可能在每股10美元的价格再买入这支股票，而不是以每股10美元的价格将其卖掉，因此，他们最终通常是亏损的下场，尽管在此期间，他们有机会把股票抛售给更傻瓜的购买者，因此，到最后，衡量智力投机和非智力投机的标准依靠于各自实践的结果。

当我谈到第三个要点时，我将会指出，华尔街上对待投机风险的那些普通的、习以为常的态度，与我们一直在探讨的态度会有怎样的差别。但是，我认为我应当暂停一下，因为，我刚好讲完我的第二点，我想看一看，在这一讲解中，你们是否有某些问题要问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问：经过类似于电气债券及股份公司残余额这一案例中所作的分类，根据优先股的补偿方式，你没有将注意力集中在这10个情形相似的操作中，你原本想把电气公司的股票与通用控股公司的股票和其他公司股票作以分类，其情形真的完全不一样吗？

答：是的，其情形不相同。这种分类方法并不是建立在操作性质基础之上，而仅仅是建立在计算上的机会基础之上，判断这一机会，你完全可以做到使你满意的程度。只要你因为这些机会对你有利而感到相当满意，不管你购买的证券是债券也好，是股票也罢，或者其他类型的证券，都不重要，它们具有同等的吸引力，并且它们在你的分类中同属一类。你还可进一步明确这一点，即如果你深入研究电气债券及股份公司的10种情形，实际上你就不必对其再进行划分了，因为实际上它们同属一类。你将无须真正分类，因为，购买10股电气债券及股份公司的股票与购买其中1股实际上是一码事，因为它们适用于同种因素，这一点需要很好掌握。要做真正的分类，并且你一定得确信，促成成功或失败的因素，一个案例中的与另一个案例中的并不相同。



问：在电气债券及股份公司这一案例中，你提出50%的机会，你为什么不提60%的机会呢？我并不明白你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎么可能在算术上这么肯定?

答： 当然你说得很正确，我感到非常高兴，你能提出这个问题。不过这件事并不容许欧几里德几何学式的演示。但是你可得出这样一个结论，即这种机会在相当程度上，比方说，比70%的可能性还大一些，而这种机会就是你购买证券获利成功的可能性，即使不可能确切知道这种机会是50：50，还是60：40。更直接地说，你可以简单认为，这种机会至少对你是有利的，并且你可以让它任其自然，而且那样做就足够了，你根本没有必要对此要求更加准确。

现在，请记住，在此我并不是在暗示，已给出的数据必定就是我的结论，即关于电气债券及股份公司中投机获利可能性有多大的结论。根据其他效用补偿中曾发生的事情，你们当中任何人，都完全胜任研究这样的情形，并且能得出某个结论。我应当指明一点，即市场参与者对核定价值为每股5美元的优先股残额和核定价值为每股6美元的优先股支付同样的价格，这看起来，似乎他们做得并不十分聪明。

我要讲述的最后一个话题，就是目前证券分析师对待投机的态度。在我看来，在对待投机的态度这个方面，华尔街的证券分析师似乎是一个老练与粗俗的结合体。他们承认，并且正是这样承认的，投机是他们工作氛围中很重要的部分。我们都知道，如果我们跟在投机人群后面跑的话，从长远而言，我们将损失许多钱。然而，我们发现，我们自己经常以某种方式或其他方式在那么行事。证券分析师和投资者这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常地做同样的事，是件非常令人奇怪的事。事实上，我必须承认，我记不起来，他们在何种情形下没有这样做过。（笑声）

这使我想起了一个故事，这个故事，你们大家都知道，它讲述一位石油投机商，曾去过天堂，并请求圣彼得（St.Peter）让他进去，圣彼得说，“很抱歉，石油投机商的位置都已经被填满了，这一点你可以透过大门看到。”这位石油投机商说，“那简直太糟糕了，但是，你是否介意我跟他们说一句话？”圣彼得说，“当然可以。”于是，这位石油投机商拉大嗓门喊起来，“地狱里发现了石油。”于是天堂中所有的石油投机商开始成群结队地离开天堂，并且走捷径奔向地狱，然后，圣彼得说，“这真是一个糟糕透顶的好主意，既然现在有那么多空缺位置，那么请进来吧。”这位石油投机商摸摸自己的脑袋，然后说，“我认为我也会跟剩下的人一起离开，因为，那句谎言毕竟有一定的真实性。”（笑声）

我认为，这就是我们在股市变动中经常的行为方式。凭经验，我们知道，我们最终结果将会很糟糕，但是，由于“谣言毕竟有一定的真实性”，因此我们经常跟着别人跑。

出于某种原因或者其他原因，人们认为华尔街所有的证券分析师对未来证券市场的行情都有自己的看法，许多很好的证券分析师们总是在尽力预测证券价格将会怎么变动。在证券分析师的分析活动是否正确这个问题上，我并不想挑起一场“战争”，但是我仍愿意就此话题作一下观察。

证券市场预测的难点，不在于证券预测是由缺乏智慧和技能的人做的，而恰恰相反，这一难点在于证券预测是由许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多真正意义上的专家人士做的，由于参与人员如此之多，以致于他们的努力总是相互抵消，到最后，其努力的结果，几乎等于零。

证券市场，几乎在每时每刻都已经反映了证券分析专家可以确切预知未来发生的每件事。因此，他们所说的其他每件事都是不可靠的，并且这很可能在一半的时间里是正确的。如果分析证券市场的那些人能够正确地自我批评的话，我确信，他们会认识到他们正在追逐“鬼火”，即追求难于捉摸而令人追逐不到的东西。

我阅读过近期出版的《巴尔扎克自传》(the Biography of Balzac）这本书，我记得其中有一篇名为《寻找绝对》(the Search for the Absolute)的小说，你们中可能有人曾读过这篇小说。这篇小说中讲到，一位非常有智慧的医生，花费了他毕生的时间去寻找令人惊奇的东西，但是他永远也没有找到这样东西。当然，对于证券市场行情走势，如总是能够正确推测，则其回报是很丰厚的，并且那正是我们大家都试图想做到的事。但是我认为，你们必须回忆一下我们这种看法，即没有任何正确依据让人相信，任何人在预测股市行情总是正确无误的。在我看来，如果证券分析师花费许多时间来追求这个结果，那么他们就犯了一个巨大的逻辑及实践错误。

当然，从实际意义上而言，市场预测跟市场时机选择是一回事。在这个问题上，允许我说一句，即时机选择的惟一原则是，经证券分析，在普通股便宜的时候买入股票，而在其比较昂贵，或者说至少不再便宜的时候卖出股票，这个原则曾一直很有效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那看起来似乎正如时机选择一样，但是，当你考虑买卖某证券时，你将会明白，市场预测根本不只是一个时机选择的问题，而是要根据证券评估方法，做出如何买卖证券的决策。从实质上说，时机选择不必要对未来市场走势做出某种看法，这是因为，如果你买入证券，其买入价足够低的话，你的投资处境就是健康的，即使其市场行情会继续下跌，并且如果你以相当高的价格卖出证券的话，你就做了一件很漂亮、很聪明的事，即使其市场行情会进一步上涨。

因此，在这堂课的结尾部分，我希望你们会允许我向你们这些证券分析师提出一个强烈的要求，恳求大家从股票市场分析中走出来，不要将两种分析方法，即证券分析（Security Analysis）与市场分析(Market Analysis）掺合在一起，尽管这种努力在我们许多人看来都是似乎是合理的，因为两种分析方法接合在一起，其最终结果几乎是自相矛盾的，且非常迷惑人。

但在另外一个方面，我却应该极力欢迎证券分析师努力地从事智力投机操作。在我看来，这必须以数量分析为先决条件，而这种数量分析建立在对每个案例的投机成功的可能性进行了计算的基础之上，并且计算后得出的结论是这种投机机会很大程度上能促成投机成功。但是并没有必要要求这种计算在每个例子中都完全可靠，并且也绝对没有必要要求其在算术上是精确无误的，而只要求这种计算要以相当程度的知识和技能去完成。平均数法则（Law of Average）将会考虑次要错误及众多个体的失望，而次要错误和个体失望，就投机定义而言，是天生具有的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你以为，要是在投机操作中你亏了钱，就认为这种投机操作是非智力投机操作，那么你就犯了一个极大的错误。那看起来似乎是一个很明显的结论，但是事实上，现实根本不是这个样子。一项投机操作是非智力的投机操作，其条件是，这种操作是根据不充分的研究以及质劣的判断而进行的。

桥牌专家强调的是，如何正确地玩好一手牌，而不是强调要成功地玩一手牌。我想把桥牌专家所提出的这一要点告诉那些桥牌爱好者，正如你们知道一样，从长期来看，如果你打桥牌打得正确的话，你将会赢钱，而如果你不能正确打桥牌的话，你就会输钱。

我想，你们中大多数都曾听说过这样一个有趣的小故事，这个故事讲述的是一位男人，他是一名实力较弱的桥牌参赛选手，比赛按夫妻组合进行，看起来，他似乎赌了一个大满贯，并且，在牌局结束时，他非常得意地对他妻子说，“我看见你总是在朝着我做鬼脸，然而你注意到吗，我不仅是赌了一个大满贯，而且我确实赢得了一个大满贯。对此你有何意见呢？”于是他的妻子非常冷淡地回答道，“要是你正确地玩牌的话，你可能赢不到大满贯了。”（笑声）。

在华尔街的证券买卖活动中，存在着大量这样的例子，尤其是在投机这一领域。当你通过仔细计算尽力进行投机操作时，你可能会遇到类似的现象。某些情形下，事情的结果非常糟糕，但那只是游戏的一部分。如果一定要使结果令人满意的话，那么其本身就根本不是一种投机操作了，并且，在健康的投机操作中天生盈利的可能性并不存在，在我看来，这是一条公理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我了解一些正为证券分析师所面临的实际问题：证券分析师总是根据逻辑行事，并想把自己仅仅限定在金融工作领域，在金融工作中，他总是可以自信地认为自己的工作和结论都是相当地可靠，证券分析师向我抱怨，说他们不可能这样做，因为他们的客户、老板希望他们做其他某些事情，如希望证券分析师能够向他们提供机敏的投机性判断及市场看法等信息。我确信总有一天，证券分析师将完全从市场分析师中走出来。

给一个两年的试验期，其间市场分析师依然与他们曾做过的事情保持接触，证券分析师同样与自己曾做过的事情保持接触，这样做效果可能会非常好。我认为，将非常容易预先确知，谁的成绩将更好，那时才是算总账的时候。我认为，雇主和客户最终都会得出结论，认为让证券分析师成为证券分析师是更好的选择，因为证券分析师知道怎样成为证券分析师，而不是让证券分析师成为别的什么人物，特别是不能让其成为市场分析师，因为证券分析师现在不知道而且将永远不知道怎样成为市场分析师。

最后我想针对华尔街的业务行为方式曾发生过的事情，谈谈我的看法，这是长时间观察的经验总结。

正如我一样，如果你想把你的思维置于1914年，华尔街今昔的巨大差异会给你留下深刻的印象。在很多事情上，其发展变化是非常巨大的：华尔街的道德规范有了很大的提高，信息的来源更加广泛，信息本身也更加可靠，而且证券分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一艺术有许多方面的改善，在所有这些方面，目前我们已经远远地超过了过去。

但是在一个很重要的方面，这些年来，我们几乎没有取得任何进步，那就是人性，尽管各种装置，各种分析技术都有了进步和发展，人们依然想更快地赚钱，他们仍然想立于市场的正确面，而最为重要的也最为危险的事情是，我们都想从华尔街赚得更多钱，以便超过我们投入其中的工作所应该获得的。

我认为，在华尔街上，最后还有一个领域，其中曾出现了某种确定的倒退迹象。这种倒退迹象，出现在投资和投机的区别之中。至于投资与投机之间的区别，我曾在本讲的开讲中提到过。我敢肯定，回到1914年，一般人会更清楚，把自己的钱用于投资将意味着什么，而将自己的钱用于投机又将意味着什么，并且他对于投资操作应给其带来什么样的结果，也没有任何夸张化的想法，几乎每个做投机操作的人都大体上知道他们正在冒什么样的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五部分

商品储备计划



第二次世界大战之后的世界是以“勇敢”与“崭新”而著称的。勇敢是确定无疑的，但是否称得上“崭新”就未必见得了。与以往截然不同的事物总是值得怀疑的。

《证券分析》第四版1962年

20世纪前期的重大标志包括繁荣与衰败，以及继之而起的物价上涨与生产停滞，30年代全球性大萧条，最后是第二次世界大战。无论是政坛领袖、商界人士还是普通市民，都为战争停止后的经济混乱而担心。然而大家也都明白，战争固然造成了经济体系的崩溃，但也提供了改进旧有方式的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本·格雷厄姆对此进行了专注的思考，在1937年出版的《贮藏与稳定》(McGraw-Hill公司出版)一书中记载了他的思想。该书于1998年再版。当此书初次问世时，经济稳定委员会(格雷厄姆是该组织成员之一)将其思想广泛提倡并提交给国家乃至国际上的领导人。格雷厄姆的思想引起高度重视，并与著名的英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯爵士保持了通讯联系。由格雷厄姆和他的一位朋友——弗兰克·格雷厄姆教授发表的一篇关于"缓冲存货"即商品储备的论文，导致凯恩斯的误会，后来由凯恩斯自行更正了。

"关于使用缓冲存货作为稳定短期商品价格的手段问题上，"凯恩斯在给本·格雷厄姆的信中写道，"你和我立场相同，都是热切的战士，所以，千万别让不该有的误会和分歧在我们中间产生。"

1944年在新罕布什尔州的怀特山召开了具有历史意义的布雷顿森林会议，会上做出了关于国际货币、国际收支平衡、控制通货膨胀以及其他经济因素等的新政策。格雷厄姆的友人们热情地向富兰克林 D.罗斯福总统和国会推荐他的观点，希望其观点能够在布雷顿森林会议提出，但他们的希望落空了。参加会议的44国(前苏联也被邀请了，但没有参加会议)采纳了"可调整地盯住"或者由国际货币基金组织管理的经修订的金本位货币制度。但是，格雷厄姆的商品计划的支持者们仍不放弃，每隔一段时间就会将格雷厄姆的思想重新提起，并再度加以讨论。一些格雷厄姆思想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的支持者们认为，如果他的商品储备计划被采纳的话，世界经济就会远比现在稳定得多，并且倾向于和平的合作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章

关于建立一种国际商品储备货币的建议

由经济稳定委员会向在新罕布什尔州的布雷顿森林召开的国际货币金融会议提交（1944年6月21日）

1. 提议的背景

国际货币会议将要考虑稳定不同货币间汇兑价值的方法。如果把一种国际货币状况与基本商品联系起来，就像与黄金联系起来那样，但不限于与黄金联系起来，将大大有助于达到这一目标，这样的安排将会使生产原材料的国家与那些生产黄金的国家处于同等的地位。它将使许多国家通过扩大初级原料的生产来支付其对于产成品的进口。因为原材料生产国可以确保以公平的价格出售其产品。这将大大减少为维持汇率稳定而扩展信贷的要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的提议有一些其他方面，这些方面的贡献甚至比对稳定汇率的贡献更为重要。其实施同样将稳定世界主要价格挂钩，并且由此带来全球生产和消费的不受限制的、平衡的扩展。基本商品缓冲存货的建立，甚至会消除供给和需求双方的不平等，为紧急用途创造非商业储备供应，并提高生活水平。通过承担货币储备的功能，缓冲存货可在需要时随时进行任何程度的自行融资和自行变现，因而创造了新增的购买力。

设置缓冲存货与货币储备结合起来，意在为双重挑战提供一个单一的合理的解决方法——一方面是交替性的盈余或短缺，另一方面是购买力不足。关于基本商品的货币性用途上的问题主要在于技术方面，我们相信这种集成或商品单位的方法是将货币性功能与商品的储备相结合的可行的方法。它避免了许多会使单一商品计划遭到失败的陷阱。使单一商品稳定化或货币化的计划中固有的严重的技术缺陷，在很大程度上通过允许个别价格在稳定的集成价值的框架内波动的方法予以消除。

商品储备提议通过弥补引致疑虑和批评的不足之处，对于计划建立的国际货币基金组织的成功运作将做出贡献。由于商品储备能够稳定世界基本商品的价格水平，恰如黄金价格那样，该计划能够防止执行僵化的黄金本位制度，因为有些国家担心那将会使通货紧缩和萧条从世界的一个部分蔓延到另一部分。而且，因为这种办法将大大增加初级产品生产国以货易货的能力，它能够使国际货币基金组织的信贷操作限制在一定范围之内，这样，那些有净出口余额的国家就会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很愿意接受这种办法。

2. 提议的摘要

该计划的设计目的是在国际货币基金组织的框架内运作，这一点在1944年4月21日的专家报告中明确阐述了。报告中的条款无须因该计划而改变。国际商品单位货币可以通过引入额外的部分条款而建立，大体上包括下列内容：

（1）基金组织将定义一个合适的商品单位，给出其基本价格或平价，以黄金或具有含金量的美元表示的。基金组织随时从成员国家获得以某一价格比方说面值当95%进行投标仓储的完全商品单位。之后，基金组织将其能够掌握的完全商品单位以105%的价格出售给成员国家。

（2）在基金组织和成员国家之间以商品单位进行的交易一般来说，其清算方式与以黄金进行交易的清算方式相同。成员国家通过向基金组织出售黄金或商品单位，在基金组织的账户上增加其除了其按份额缴款之外的信贷余额。

（3）对于商品单位进行实物保管应做出适当的安排，为安全等原因起见，应由商品单位富余的国家或需要商品单位的国家作为基金组织的代理保管商品单位。贮藏成本可通过下列方式解决：

1） 在有限的一段时间内由商品单位有富余的国家承担；

2）由需要商品单位的国家承担；

3）用买价和卖价之间的价差而产生的利润支付；

4） 在个别商品出现短缺的时候，通过出售现货并以较低的价格购入期货合约的方法获得的利润来支付；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5）根据估计的数额由成员国家按比例分担。

（4）商品单位的构成可以随时根据适当的统计技巧进行调整。基于10年世界生产和出口的移动平均数量进行的年度调整，能够轻而易举地保持商品单位在统计方面的精确性。

3. 提议的正常运行和结果

根据此提议，全球商品单位应该固定并保持统一的价值，就像黄金和某些国家的货币那样，在买价和卖价之间几乎不存在任何价差。个别商品的价格可以不固定，在公开市场上自由浮动以反映相关的供给和需求情况下的正常变化。但是，由于整个价格水平保持不变，或仅仅在非常狭小的范围内波动，个别商品价格的变化无足轻重。

商品单位的实际积累可以通过商品经纪人进行竞争获取少量利润的情况下完成，也可以由国际货币基金组织委派代理人来进行。无论在哪种情况下，当世界价格水平略微低于买入点时，商品会自动流向国际货币基金组织，而当世界价格水平略微高于卖出点时，商品会自动从国际货币基金组织流出。

成员国家无须为了获得国际货币基金组织因储备商品单位而创造的市场需求带来的好处，就生产所有的构成商品单位的那些商品。商品单位的积累是通过每种商品在其主要出口市场上进行贸易的正常程序来完成的。每个原材料生产国通过提供部分商品单位获利，其结果与提供价值相等的全部商品并无不同之处。

4. 国际商品储备货币的优势

（1）就汇率稳定而言　商品储备货币可以增加世界的有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形货币。可以扩大许多原材料生产国所掌握的支付手段，使他们能够更加容易为其进口经过加工的商品和劳务支付现金。正如上文所提到的，这种做法将大大减少融资能力弱和有贸易逆差的国家向融资能力强和出口盈余国家取得直接或间接信贷的需求。这样，提议中的国际货币基金组织能够通过使用较少量的国际信贷达到其目标。

（2）就稳定物价而言　通过直接稳定基本原材料的价格水平，提议的机制能够祛除整个世界经济错位的一项主要原因。结果，产成品和劳务的价格水平也得以维持相当程度上的稳定。

（3）缓冲存货的创造者　此提议可以向世界各国提供无须支付利息的缓冲存货，这样就不会威胁到他们的商品市场。食品大会上所通过的关于缓冲存货工艺需求的决议得以贯彻。由此计划创造的非商业商品贮存能够提供三项主要的好处是：保护性储藏、价格水平稳定和鼓励扩大产量。

尽管缓冲存货所包含的好处获得了世界公认，商人们还是对其怀着巨大的恐惧，因为缓冲存货将给价格结构造成巨大威胁。通过运用货币性技巧，可以隔绝缓冲存货与商品市场，使缓冲存货固有的优势得以充分发挥到极限。

用期货合约来代替现货商品单位的条款使得某一产品在出现临时性短缺时，如果现货以溢价出售，则可以有效地运用商品储备来获利。

（4）扩展世界经济的关键　没有任何直接刺激能够对生产起到超过保证在某一稳定价格收购全部商品那样大的作用。货币体系对黄金能够提供这种需求，其结果是金矿的采掘业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不受萧条和失业的影响。商品储备提议能够在总体上为基本商品提供类似的需求，这样，整个世界就可以充满信心地平衡地扩大初级产品的生产，相应地，全球经济的各种要素都能因此而获得利益。

如果没有商品储备对生产的正面刺激，战后世界就有被卡特尔原则统治的严重危险，产成品和原材料的产量和出口都会因为受到各种各样的限制而下降到现有的商品需求以前的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章

多种商品储备计划的摘要

经济稳定委员会(1941年3月)

为了通过研究和教育有组织地推进经济稳定，并且作为达到目的的第一步骤，提倡多种商品储备，作为金银偿付基金的附属和补充，因此我们主张：（1）建立基本的基础商品储藏，在发生短缺的时期可资利用；（2）影响需要已久的银行管理问题与控制货币和信贷数量问题相分离；（3）建立自动的、非人为的、有效的机制以防止通货膨胀与通货紧缩，以及通胀与通缩所导致的种种恶果；（4）为经济提供稳定的价值单位和强有力的美元，以及有牢固支持的、数量受到限制的、相当稳定的购买力。

一般计划：提供基本的，可储存的，用途广泛的原材料商品的货币基础，货币的发行在此基础上进行，这样，货币发行就是有保证的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并且是可以兑换为商品的。对于以前适用于象征性商品——黄金的货币性特征，对于一组特定的综合性商品也几乎是完全适用的。

细节：商品单位应由法律来确定。这些商品单位包含超过25种基本的，可储藏的原材料。每种商品在商品篮子中所占的比重由他们在商业中的相对重要性决定。每一商品单位的含量要恰到好处，使得他们能够很方便地用于储存和赎回的目的。价值相当于1美元的部分商品单位的含量应在计划开始执行时，由国会予以固定，以遵照宪法授权国会确定货币价值的规定（参阅第1章第8部分的第5条）。这一含量可以由一段时间内，比方说，从1921年到1940年，组成该商品单位的一组商品的市场平均价格决定。这样的统计计算并不算困难。

财政部根据仓库储存的商品单位的收据发行法定货币，收据可由一种或几种完全的商品单位构成，就像现在在商品交易所里交易的某些品种那样。或者反之，财政部以这样的仓储收据来兑换数额相等的货币，正如从前任何人都可以进行黄金与货币之间的兑换那样。所以，在此计划之下，任何人都可以随时进行商品单位或货币的储存或者提取。因此，美元实际上成为“商品单位凭证”，具备所有的黄金凭证或者以黄金为抵押物的货币的优异特性，即有充足的后备支持、可赎回性、限量发行，以及其他我们现行的货币所缺乏的重要品质。

应当做出一些适当的规定，包括：

（1）根据构成商品单位的各种不同商品在商业上的相对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要性的变化，定期但非经常性地改变商品单位的构成；

（2）关于弥补仓储费用的方法的问题；

（3）关于在指定的情况下，以期货合同代替实际仓储收据的问题；

（4）如果可能，在商品单位中包括一定的金银成分，或者可以由凭证的持有者按照其意愿交换商品单位或者金银。

诸如此类的细节问题，虽然并非涉及基本原则，但是，毫无疑问，当国会对此计划加以考虑之时，也都是官方研究的对象。

实行：现在让我们来看看计划的实行问题。实践中该计划将如何发挥作用，结果又会是怎样的。

无论是出于什么原因，如果构成商品单位的各种商品的总体市场价格下降至低于其总的铸造价值（即储备价值），任何人都会在交易所内购买这些商品，然后向财政部提交包含适量的每种商品的仓储收据，换回价值相等的货币。整体而言，对这些储备商品的购买行为将支持这些商品的市场价格，而且，由于因此增加了货币供应量，也倾向于支持一般价格水平。

另一方面，如果出于某种原因，构成商品单位的各种商品的总体市场价格上升至高于其总的赎回价值，任何人都会以固定的货币价格从财政部提取商品单位，并在市场上出售这些商品。由此赎回的货币将退出流通，并且被销毁。这种行为的结果会使这些商品的价格下降，而且，由于货币供应量减少，也倾向于防止一般价格水平的上升。

商品单位的构成成分的总体市场价格的波动限制范围是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

狭窄的，取决于铸币税（如果有的话）的多少，佣金及其他提取和出售商品单位的成本费用情况或者储备商品中各种商品的组合情况，总计大约不超过1或2个百分点。促使人们以商品交换货币或者以货币交换商品的原因，与以前人们将黄金储存到储备银行或财政部或者从银行或财政部提取黄金的原因是雷同的。

结果：计划的支持者们相信其结果会是：

（1）使构成商品单位的商品的平均价格稳定在狭窄的范围之内；

（2）为我们的经济提供稳健的（即有充足的后备支持的）具有稳定购买力的美元，因此防止通货膨胀和通货紧缩导致长久的严重的政治和社会后果。

（3）促进诸如债务人与债权人之间，雇主与雇员之间，以及涉及两要素——时间和金钱的所有合同的参与者之间的公平关系；

（4）有助于稳定商业和经济的一般状况，这一点将在下文中详细阐述；

（5）为公共支出以及其他类似的在萧条时期提供就业机会的手段提供更好的替代；

（6）在消除“富裕之中的贫穷”的悖论方面前进了一大步，因为该计划可防止由于价格结构的变化和萧条情况加重而导致的原材料普遍过剩的现象。该计划消除了加重萧条的两个因素：对初级产品生产者（尤其是农民）的购买力的破坏和由于各种抵押物品价值下降而导致的银行信贷数量的减少。这也就是所谓的恶性循环。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（7）创造初级商品储备，在干旱、瘟疫、战争肆虐的危机时刻，这将具有至关重要的意义。在下面一段中所指出的原因将促进我们的经济的重新调整以适合现在战争时期结束之后，进入和平时期的需要。

（8）商品储备计划的实行将促进生活水平的提高，因为该计划是在消费水平最大化，就业最大化的情况下促进生产，并且将促进由于技术进步而引致的调整。劳动力失业和商业扰动，迄今为止，是由基础商品的价格水平不稳定造成的，而商品储备计划能够防止这些现象的发生。既然在固定价格（铸币平价）上，对于商品单位中所包含的商品来说，市场是无限的，经济中的一大部分得以保持稳定，甚至在突如其来的萧条来临之际，会受到刺激。就像金矿采掘业在类似情况下受到刺激一样。

（9）通过提取重要的原材料储备以减轻通货膨胀的压力，而这些原材料相对应的等价值的货币将被赎回并退出流通。

（10）实行商品储备计划以保护银行系统和价格结构整体不受极端的银行信贷膨胀或收缩的损害。在近几十年中，银行系统和价格结构是使价格水平回旋运动并导致银行体系发生困难的重要因素。

（11）促进国际贸易和国际金融。由于我们所拥有的对外债权和出口而使外国对我们支付的有形货物不会冲击我们的市场价格水平，而是增加了我们的可资利用的商品贮藏量。竞争性的货币贬值不会发生因为外国货币的对应美元价值能够自动地根据商品单位的组成成分的外币价格进行调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评论：商品储备计划并不涉及个别商品价格的确定，个别商品价格完全由不断变化的供给和需求的自由波动情况决定。商品单位的总体价格水平将直接地确定下来并限制在狭窄的波动范围之内。个别商品价格之间的相对关系与以往一样，是自由变化的，不受人为干涉的。所有商品的价格水平将在很大程度上被间接地稳定下来，因为竞争行为将使得商品价格之间不致于出现过大的差别。

该计划的实施是自动的，非人为的，非政治性的并且是自行控制的。不涉及到指数化的问题，也不会导致任何形式的生产减少或者管辖权减少，不会有银行或市场秩序的变化，更不会导致任意地把管理货币、价格、生产或消费的权利赋予任何人。

许多经济学家认为该计划的实行能够解除银行家和银行监管当局对于美元购买力所负担的责任，使他们得以专注地处理信贷质量的问题（而不是数量问题）以及其他纯粹的银行业务。

尽管该计划也并非包治百病的万灵药，提倡商品储备计划的人士相信他将有助于解决目前由于美元的波动而导致的严重问题。

对那些并未仔细地客观地研究该计划的人来说，该计划的提倡者夸大了它的有益的结果。然而本委员会欢迎各方人士提出关于此计划的效果的具体的批评意见。

本委员会也欢迎任何对该计划的目标怀有兴趣的人士提供道德上的、智力上和资金上的帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相关引述

大卫·李嘉图（David Ricardo）（1816年）:

以贵金属作为货币用途，应该能够毫无疑问地被看做是，人类文明史上商业和艺术进步的几个最重大的步骤之一；然而同样正确的是，随着知识和科学的进步，我们将来也许会发现把货币性的贵金属再度弃之不用会是又一个重大进步，而在文明程度略逊一筹的时代里，贵金属作为货币的用途曾发挥到了极致。

赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）（1925年）:

每个人都希望经济体系能够具有更大的稳定性，人们的就业和生意都能够有保证。

欧文D.扬（Owen D.Young）（1929年）:

……当突然的变化影响货币的购买力时，各种道德问题和责任问题都受到触动。

罗德·斯坦普（Lord Stamp）（1928年）:

……价格水平问题是当今时代最为重要的一个问题……这是所有问题中最具有实际意义的一个……当前必须首先考虑的社会问题。

莱昂耐尔E.埃迪（Lionele E. Dele）（1931年）:

中央银行应当致力于管理银行体系的储备,基于这些储备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的未结清信贷应以生产长期增长相同的速率扩展。

弗兰克林 D.罗斯福(Franklin D. Roosevelt)(1933年3月4日):

……应当提供一种充足的强势的货币。

弗兰克林 D. 罗斯福（Franklin D. Roosevelt）(1933年7月3日):

坦率地说，美利坚合众国所要寻求的美元是在下一代人使用时与不久的将来我们所期望的具有同样购买力和偿债能力的美元。

金・乔治 V.（King George V.）(1933年):

人类有能力运用世界上的大量资源来确保物质文明的进步。

亨利・福特（Henpy Ford）(1936年):

我们所需要的是金融工程师。

西蒙・司特朗斯基(Simeon Strunsky)(1936年):

我们知道萧条是民主的敌人。

保罗・恩吉格（Paul Einzig）(1936年):

不易腐烂的谷物商品得以被包括在货币储备之内的原则，在一定程度上大大有利于解决世界性货币问题，以及现存的过剩存货的问题。

艾尔文・约翰逊（Alvin Johnson）(1937年):

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在关于期望标准货币所具备的品质方面达成了共识。我们期望标准货币在价值上尽可能地达到稳定。并且其稳定性是由非人为的力量予以保证的。格雷厄姆先生的发明（即多种商品储备计划）的设计目的在于满足上述的两项要求。这项发明是如此惊人的简单，以致于查看这一计划的每个人都认为自己也曾经想到过这个主意。

亨利 A.华莱士（Henpy A. Wallace）(1937年):

无论是从国家利益、消费利益，还是农业利益的角度而言，粮食供应和价格的稳定性的加强都是非常必要的。

美国联邦储备体系理事会（1939年）:

本理事会完全同意应当防止经济过热和萧条，并且一贯认为联储有责任尽其所能以达到防止经济过热或萧条的目标。

本杰明 H. 贝克哈特(Benjamin H. Bechhart)(1940年):

货币学家们一致认为货币政策的目标应当包括，以最小的实际成本达到消除周期性放大，并加深持续不断地生产最大化的目的。

W. 鲁道夫·伯格斯(Wrandolph Burgess)(1940年):

……对货币体系的信心是自由企业制度的基础。

麦克姆 A. 穆尔（Malcolm A. Muir）(1940年):

对于信贷和货币管理上的错误……是导致私人企业制度濒临崩溃危险的主要因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六部分

对本杰明·格雷厄姆的采访

我想说，我生命中所享有的快乐至少有一半来自于精神世界，来自于文学和艺术中的美好的事物和文化。每个人都可以几乎免费地享受这些，只是需要有起始的兴趣和一点点努力来欣赏展现在你眼前的这许多财富。……如果可能的话，把初始时的兴趣变成持久的努力吧。一旦你发现了生命中的文化所在，千万别让它溜走。

摘自本杰明·格雷厄姆在他的80岁寿辰庆典上的讲话

加利福尼亚州拉霍亚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在研究了本杰明·格雷厄姆的实践和理论之后，许多读者会为无缘向大师直接请教而感到遗憾。下面的采访记录也许能够或多或少地弥补一下这种失望的心情。因为所有这些采访都是在本杰明·格雷厄姆的晚年进行的，所以能够概括他的生涯与思想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章

本杰明·格雷厄姆：投资价值理论之父仍然放心不下[⊖]

约翰·夸特

在20世纪60年代的一次电视访谈节目中，当一位年轻的操盘手大谈特谈激进型投资时，有观众提到了本杰明·格雷厄姆的名字。虽然这位年轻的操盘手对格雷厄姆只知其名，并不十分了解，但这位冒冒失失的基金管理人轻率地妄加评论道："老本杰明的麻烦在于他并不了解今天的市场。"而现在，几年过去了，这位操盘手以及他的那帮曾经辉煌一时的伙伴们的名声，早已被后人所创造出的更为出色的业绩所湮没。而"老本杰明"依然声名远播，继续提倡真实投资价值理念，无风险利润理念、以及关于机构投资的重要事项。这些理念似乎

⊖ 摘自《机构投资者》，1974年6月。经允许重印。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在突然之间又受到人们的追捧。

本杰明·格雷厄姆，虽然已经是79岁的高龄了，仍然精力充沛。近来，格雷厄姆正在他的俯瞰加利福尼亚的海岸线的公寓里，忙着对他的即将付梓的年度最畅销书《证券分析》（由本杰明·格雷厄姆、大卫 L. 多德以及西尼·考托合著，McGraw-Hill出版社出版，778页）进行最终地修改。作为一个古典派的学者和译者，他在用英语进行的著述中引用了从奥卫德到相关的最近出版的西班牙小说的内容，本杰明·格雷厄姆仍然被公认为投资行业的掌门人。事实上，在本杰明·格雷厄姆之前，证券分析根本算不上是一门行业。在20世纪40年代中期，格雷厄姆在一次演讲当中提出证券分析应当成为一门行业，后来由此产生了注册金融分析师行业。与此同时，他也把他的理论付诸实践，积聚了大量财富。他把实践经验总结成为一本为对投资所知不多的人们写的书——《聪明的投资者》，这本书也是一本一版再版的畅销书。“大体上来说”，一位投资圈内经常冷嘲热讽的人士也不得不承认，“有史以来，关于投资管理方面的好书，有一半出自本杰明·格雷厄姆的笔下。”

谁人之过

“叫我本好了，”他对一位来访者说着，一边把一束纸放到旁边，这是今天他对他的书进行的修订和更新的成果。在他这样的年纪，多数人会沉溺于对往事的回忆当中，而本杰明·格雷厄姆仍在忙于修正他的思想。然后，他彬彬有礼地、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

柔和地问道："来点儿下午茶好不好？"在这个晴朗的、有些寒意的冬季的下午，本杰明·格雷厄姆身着方格布衬衫，黑色西装，打着红色的领结。他的行动有些迟缓，有时不得不拄着手杖，但在谈到投资业的发展时，他的态度仍然是斩钉截铁的。

"在过去的10年间，华尔街的表现是有史以来最差的，"本杰明·格雷厄姆断言，接着他又解释说，"也许我不该这么说，不过，既然我已经快到80岁了，我想我可以怎么想就怎么说。如果回顾过去所发生的事情，简直会令人对理性的预期感到绝望。首先，伴随着非理性投资，华尔街的整个体系几乎要崩溃了，更有甚者，我这一辈子从来没有听说过的一些事情发生了，经纪行居然会因为生意多得没法处理而破产。这件事值得重视，因为它表明迅速地赚大钱的欲望超过了正常的基本的业务方面的考虑。"

在1972年底和1973年初，指数不断创下新高，本杰明·格雷厄姆反复地说，"就数字上而言，这次与1970年的那次崩盘非常类似。我无论如何也无法理解人们怎么会那么不谨慎以致于在1972年底和1973年初重蹈覆辙。"

本杰明·格雷厄姆所说的"人们"，当然他主要是在指责那些机构投资者，正是他们，包括大型养老基金，抛弃了通常的谨慎作风而转而采取激进的态度，导致了1972年的那次灾难性的股市波动。他怀疑那些大型基金的管理人的智慧，他们竟然在债券收益率只有8个百分点的时候，争取得到12个百分点的回报率。在双层次市场不复存在之后，虽然已经没有很大的影响，但本杰明·格雷厄姆对于那些仍然在使用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互相关联的做法感到非常忧虑。这些做法包括：依赖未来的收益进行的目前价格相对较高的投资品种，短期和相对业绩的衡量，应用标准周转率来显示争取更好业绩的努力，通过β系数和价格波动分析来衡量风险的大小。

苏格拉底式的对话

本杰明·格雷厄姆的观点，被人们以不同的方式进行总结，比如说，"赚钱的第一步骤是不赔钱"、"必须防备股价出现大的逆转"等，去年在兰乔拉考斯特举行的，由唐纳森(Donaldson)、勒扶金(Lufkin)、詹雷特(Jenrette)组织的货币经理人会议上，受到了非同寻常的重视和提倡。会议的目的在于讨论某些证券行业目前面临的重要问题。与会者之一，查尔斯 D.埃利斯（他也为本书提供了不少资料），从那以后，把本杰明·格雷厄姆在会议上所做的贡献与苏格拉底在雅典对年轻人的演讲相提并论。

这个类比非常恰当。首先，所使用的语言是希腊语，本杰明·格雷厄姆对这种语言很精通，事实上，他曾经为亚当·斯密指出斯密的著作《金钱游戏》中一处希腊语引文的错误。然而，更重要的是，正如查尔斯 D. 埃利斯指出的，与本杰明·格雷厄姆讨论的人主要是第四代投资经理人，他们长期以来认为本杰明·格雷厄姆和多德的著作（初次出版于1934年）像库里尔和艾夫斯一样过时。对他们来说，与本行业的鼻祖发生冲突毫无疑问是令人烦恼的，他们中的一些人甚至不能理解本杰明·格雷厄姆的观点，这也使得格雷厄姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感到烦恼。

"我在会议上所听到的一些东西使我大吃一惊"，他说，"我无法理解为什么一些机构的投资管理人会沦落到放弃稳健投资的观点而企图在最短的时间内获得最高的可能回报。他们给我的印象是他们成为投资操作的奴隶而不是主人。我之所以说奴隶，是因为他们竭尽全力达到他们的老板或者与他们签定合同的人对他们的希望，也就是通过管理数额巨大的金钱获得高于平均水平的回报。就定义上来说，这几乎是不可能的。他们承诺的业绩是不实际的。"

"他们为此所付出的努力，"本杰明·格雷厄姆接着说，"使他们不得不在对基金的管理中主要采取投机的方式。当我倾听他们谈话的时候，我无法想像他们的投资方式最终能带来什么结果，除了后悔，也许还有一些严重的法律诉讼，以及理财概念整体上的声名扫地。"

在那次会议上，本杰明·格雷厄姆曾向一个基金管理人提问，如果他确信市场将有大幅下跌，这对他的操作会有什么样的影响。回答是："什么影响也没有。对我来说，惟一有意义的是相对业绩。如果市场崩溃了，而我管理的基金崩溃的程度小于整个市场，我觉得就行了。我完成了我的工作。"

"我对此感到忧虑，"本杰明·格雷厄姆告诫他，"你不这样认为吗？"

另一次，一个与会者声称他无法区分投资者和投机者之间的差别。本杰明·格雷厄姆用低得几乎听不见的声音嘀咕着，"那是这个时代的愚蠢。"

又有一次，他问道："在你们所管理的基金中，是否有标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准周转率之说？”

“是的”，一个与会者回答，“大约25个百分点到30个百分点之间。”

“你们有没有调查过如果周转率低一些，会怎么样呢？”本杰明·格雷厄姆接着问。大多数与会者承认他们从来没有调查过。其中一个曾经调查过，他说，“大多数情况下，周转率越高，业绩会越差。”

“那么也许有什么其他理由使你们保持这么高的周转率？”本杰明·格雷厄姆追根究底。

“哦，我们受雇佣来管理金钱，”一个与会者坦承，“我们的老板和客户希望我们是积极的管理人。我们是受雇佣来积极尝试的。”

泡沫破灭

在会议接近结束之时，话题转到了成长股和回报率上。本杰明·格雷厄姆提高了声音问大家：“你们根据什么如此认真地谈论7.3个百分点的年平均收益率，而股票价格在第一年上冲了40个百分点而在第二年下跌了20个百分点？”他又问：“股票市场又怎么能获得超过公众持股公司的主要利润增长率的回报率呢？”

对这些令人尴尬的基本性问题，基金经理人们给不出满意的答案。本杰明·格雷厄姆把他对于成长股的看法用一个简单的例子充分阐述，“如果有一支股票每年的盈利增长率为15个百分点，这是非常高的盈利，不过我们只是打个比方而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已。只要市盈率保持现有水平，购买者能够得到15个百分点的回报，如果有红利的话再加上红利。这样的收益对其他的投资者也是很有吸引力的，所以他们也会想要拥有这支股票。于是，其他的投资者购买这支股票，这样，股价和市盈率就会被抬高。这使得股票价格的上涨超过15个百分点，这支股票的吸引力就更大了。既然更多的投资者被可能有的回报率诱惑，股价就会脱离其基本价值而上涨，这样就产生了泡沫。美丽的泡沫越来越大，直到最终不可避免地破裂。换句话说，如果人们买入时价格较低，股价会上涨，人们会觉得满意而继续购买，股价就会继续上涨，如此循环。然而事情不会永远如此。股票价格会上涨得过多，但不会永远上涨。”

过了一段时间以后，当有人问本杰明·格雷厄姆会议的参与者是否从讨论中学到了什么。“没学到什么有价值的。”格雷厄姆沮丧地下了结论。那么他的告诫在4年里两度被事实证明是中肯的，本杰明·格雷厄姆是否因此感到释怀呢？“在某种意义上，这是个不公平的问题，”他回答，“人性就是人性。在经历了一段人人都说‘本杰明·格雷厄姆在他那个年代是对的，但是……’的日子之后，很自然地，会不由自主地感到有些气愤。”

那么为什么那些投资经理人看到过高估值的泡沫从1970年之后遭到两次破灭后，他们中的更多人，甚至是所有人并没有向接近于本杰明·格雷厄姆和多德的基本理论回归呢？

本杰明·格雷厄姆微微一笑，扶了扶眼镜。对这个问题他已经反复考虑过多次了。“我个人认为这是股票行情记录器的巨大磁力的结果，”他带着批评的口吻说，“这些家伙在商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业学校里开始学习时，是拜读格雷厄姆和多德的著作的，而且我敢说，我们的书给他们中的大多数人留下了深刻的印象。金融方面的书总是有许多人阅读，然后又弃之不顾，我们的书当然也不例外。这样的说法让我多少有些也许是不应该有的安慰。"

不过，他接着又说，"当他们来到华尔街时，他们以前学到的那些原理和概念看起来似乎仅仅是具有理论意义的。我猜想当他们从事金融工作而工作的业绩是由股票行情记录器来衡量而不是由工作的稳健性来衡量的时候，他们就把理论观点抛弃在一边不顾了。他们转向他们所谓的实用的观点，而几乎把我认为是稳健的方法抛诸脑后。"

何谓稳健

任何读过《证券分析》的人都知道，本杰明·格雷厄姆的稳健投资方法的概念强调净资产价值和低倍数作为标准，并且用利率来衡量价格的高低。他的对立者经常批评说这套方法适用于几十年前，现在已经过时了。但实际上，这套方法已经进行修订以便跟上时代。在12年前出版的第4版中，比前一个版本的价值衡量的部分增加了50%的内容，并且基于商业发展和政府致力于避免经济出现大的萧条的理由，认为自由化是正确的。"这套方法，在实践中的用途是不言而喻的，除了在60年代后期利率上升，像那样的事情是我们无法预料的。"

现在，他说，假如现行的利率不是4.5%而是7.5%或8%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以以利率的4/3作为分水岭（这反映了本杰明·格雷厄姆的观点，股票投资应比债券投资多获得至少1/3的收益，“因为股票投资比债券投资麻烦得多”）。“我们又回到了第二次世界大战前人们所习惯的倍数水平。”至于1973年的股票市场，是对过高的倍数水平迟到的调整。

那么今天这些参数又应该是多少呢？“假设DJI 的10年平均盈利的参数是60，用4/3乘以7.5%，由此得出道·琼斯指数应为大约600点。如果用过去12个月的盈利来代替10年平均盈利，则得出的应为大约750点。这两种计算方法都使现在实际的道·琼斯指数显得很高，”他警告说。

近几年来，使本杰明·格雷厄姆兴高采烈的是价值被低估的情况得到了普遍的重视。用他的话来说，根据格雷厄姆和多德的基础理论，股票市场“充满了便宜货”。这些便宜货是集中在某些特定行业吗？本杰明·格雷厄姆认为不是的，它们跨越了行业界限。他又说，他不再认为应当根据某一行业过去的表现，对管理水平的虚拟的价值判断，以及其他不能用数量性的标准进行衡量的因素来挑选富有吸引力的投资机会。“我年纪越大越有经验，”他说，“我就对除了数字本身以外的选择判断的准确性越没有信心。”

新的结合

为了有助于从价值被低估的情况中，选择出最稳健的投资目标，本杰明·格雷厄姆一直在试图找出把数据结合起来的新的方式。但他进行的试验并不是要放宽稳健价值的标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，当他为即将出版的第5版进行准备时，本杰明·格雷厄姆说他发现自己"回到了从前的投资理念"，特别是"如果你想稳扎稳打的话，你应当以净资产价值为出发点并坚持不变。""这并不是说不应该考虑其他的因素，"他又说，"但是无论你采取什么其他因素，都应当符合谨慎的观点。"

"这对我来说是非常重要的，也应该是非常重要的投资原则。这项原则实际意味着今天那些典型的好公司常常不能为稳健投资提供一个可行的基础。就价格而言，所谓的好公司往往引入投机因素。"

本杰明·格雷厄姆最近发现的用数学方法评估1968年以前的市场的投资的系统是一个公式，并不一定会载入他的书的第5版中。这基本上是他的中心价值方法的改进，但更适用于个别公司而不是DJI。应当在下列3个标准达到最低时购买股票：

- 根据前一年盈利的低倍数（比方说，10倍）
- 股价相当于历史最高价的一半（表明已有相当大程度的缩水）
- 净资产价值

根据这个公式，购入的股票可以在利润达到50%时出售，否则这项交易可能会在一段时间比如说3年以后结束。

本杰明·格雷厄姆一直在检验这个公式，迄今为止，是"相当令人满意的"。如果考察1968年以来的市场情况，事实上，我所做的检验可以上溯到1961年，根据这个公式，可以发现很多有利可图的投资机会。有一次，我用这个公式选出100家公司的股票作为样本加以测试，结果表明购买其中的50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家公司的股票会得到利润丰厚的回报。不过，事实上，本杰明·格雷厄姆承认，“测试结果正确得令我也感到迷惑不解，当然我得花更多的功夫来继续研究。但至少，这项测试表明这种方法在今天看起来的确是合乎逻辑的。”

那些开始把眼光放得更长远些，并更多地把注意力转向资产方面的投资管理人，可能更容易接受本杰明·格雷厄姆的新方法。然而那些仍处于提高业绩否则就会被解雇的压力之下的投资管理人就不大可能对他的新方法怀有极大的兴趣，正如他们以前对本杰明·格雷厄姆的其他较为谨慎的建议不感兴趣一样。首先，这是一个纯粹的机械性的公式，不涉及对公司或行业的基础性研究。而且，用这种方法发现的投资机会大多数是不大受欢迎的公司——资产数额巨大但缺乏魅力，这种现象往往很难用成长理论来解释。除此之外，用这种方法需要超乎寻常的耐心，这对于相信业绩应该每季度进行衡量的投资者来说，是没有什么吸引力的。

最后，值得注意的是，如果某支股票的价格比它的历史最高价格下跌了50个百分点，那么在进行β系数分析时，它在风险评级中会列入风险较高的等级，尽管它的市盈倍数很低或者资产雄厚。因为如此，本杰明·格雷厄姆认为β系数分析“荒谬”就不足为奇了。他说“投资管理人的工作就是利用股价波动来赚钱”。

承诺，承诺

本杰明·格雷厄姆所提倡的稳健价值投资需要有适当的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

环境，当然包括改变客户和投资管理人的思维方式。按照本杰明·格雷厄姆的观点，需要对投资管理人提高其业绩的方法进行根本性的改革。应该停止过高承诺的行为，即使是隐含性的承诺也不可取。提高业绩的承诺应当限制在“确实能够达到”的范围之内。

“摆脱目前混乱局面的惟一方法是通过某种形式的联合或集体行动，”本杰明·格雷厄姆认为，“投资经理人们应当达成共识，像绞干机脱去衣物的水分那样把他们所做的承诺限制在可行的范围之内。”当然，那样就产生了一个严重的问题，“如果所有投资经理人都承诺达到一个平均结果，那么他们怎么能指望得到高于平均水平的更高的佣金呢？我绞尽脑汁也想不出一个解决办法或者进行补偿的新方法，”本杰明·格雷厄姆承认，“但这个问题是我们不得不面对的。”

本杰明·格雷厄姆关于对提高业绩的体系进行巨大改变的观点可能会遭到圈内人士的嘲笑。不过这对于本杰明·格雷厄姆来说，算不了什么。他在60年前与纽伯格·亨德森(Newburger Henderson)和洛比(Loeb)一起进入投资界起，尽管人们对他的话常常当做耳边风，他依然我行我素。本杰明·格雷厄姆与杰罗姆·纽曼一起管理他们自己的基金直到1956年退休。一位与他同时代的人曾说本杰明·格雷厄姆是一位“作风强硬的家伙。不管华尔街的其他人说些什么，他总是进行他认为是稳健的投资。”几乎每个曾与本杰明·格雷厄姆共同工作过的人谈起他都会有类似的赞扬。

年轻的批评者认为本杰明·格雷厄姆太过于理论化，而无视他在管理基金方面的成绩，他运用自己的理论在实践中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使自己管理的基金蓬勃发展长达30年之久。他们对此的忽略是不应该的，虽然由于事隔已久，遗忘也是可以理解的。毕竟，本杰明·格雷厄姆离开政府雇员保险公司GEICO（那是他的辉煌业绩之一）主席的位置已经快20年了，并已经结束他的管理投资基金的生涯。

事实上，许多年以来，本杰明·格雷厄姆对他退休后平静的不受打扰的生活感到很满意，他在拉霍亚度过冬季，在法国南部度过夏季。他不再投资于股票市场。（“为什么我要更富有呢？”）而且，除了修改《证券分析》，他近来所做的惟一与股票有关的事情是改写《聪明的投资者》。“这本书记叙了1970年之前我的所思所想，”本杰明·格雷厄姆说，“我很高兴地听说这本书相当畅销。”

与本次采访一样，本杰明·格雷厄姆去年在兰乔拉考斯特会议上对第四代基金管理人的发难之类事情很少发生。不过，有人批评他由于近来相对地与世隔绝，而脱离现在的机构投资的现实情况，因此他不应该对年轻的基金管理人过于苛刻。本杰明·格雷厄姆对这类批评仍然很敏感。“我有个缺点就是记忆力非常好。下一个5月份我就有80岁了，我尽力区分如此高龄的两个方面，一个老人的主观的悲观情绪，以及我由于对股票市场观察了这么多年而产生的客观的悲观情绪。”这位马上就要进入80岁的老人最后说，“我可不是个乐天派，我放心不下。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章

选取便宜股票的最简单的方法⊖

你很难发现比本杰明·格雷厄姆对于股票市场的知识更渊博，更了解股票真实价值的秘密的人。他被公认为证券分析师们的师长。这不仅仅是因为他与人合著的《证券分析》成为证券行业的圣经，而且因为他选择股票的业绩成为华尔街的传奇。

35岁时就成为百万富翁的本杰明·格雷厄姆，退休以后居住在加利福尼亚。近年来，他致力于提炼出他运用了将近50年的选股方法，并把这些方法总结为易于实行的原则。现年82岁的本杰明·格雷厄姆最近与投资顾问詹姆斯 B. 雷合作，建立一个以这些原则作为基础的基金。本杰明·格雷厄姆相信应用这些原则管理自己的投资的人能够获

⊖ 摘自《医学经济》杂志1976年9月20日特别报道。版权所有。经《医学经济》杂志允许重印。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得15%或更高的收益。

坐在拉霍亚临海公寓的书房里，本杰明·格雷厄姆向《医学经济》（Medical Economics）的西海岸编辑巴特·谢里登（Bart Sheridan）勾勒出他的投资方法的基本轮廓。高级助理编辑兰顿·麦卡特尼（Laton McCartney）列出了他们谈话的要点。

问：您能否告诉我们您是如何得出简化的格雷厄姆技巧的？

答：哦，过去几年，我一直在试着通过一些简单的标准找出选择价值被低估的股票。我的研究表明通过这种方法找出的投资组合在长期内能够获得两倍于道·琼斯工业平均指数的业绩。研究时期长达50年，不过在较短的时期内，这种方法会更有效。这令我很感兴趣，我觉得应当把它付诸实施。

问：你是否运用您的这种方法选择成长股？

答：不。我认为那些所谓的成长股投资者或者一般的证券分析师，并不知道应该对成长股支付多少价钱，也不知道应该购买多少股票以获得期望的收益，更不知道股票价格会怎样变化。而这些都是基本的问题。这就是为什么我觉得无法应用成长股那套理论来获得合理的、可靠的收益。

*问：*那么传统的运用公司的计划盈利或市场份额来衡量股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的方法好不好呢?

答：那些在理论上是重要的，不过它们在决定为某种股票支付多少价格以及何时应当出售方面的实践意义很小。惟一能够确定的是有时很多股票定价过高，而有时它们定价过低。我所做的调查研究表明对于一个广泛分散的投资组合来说，能够预先知道合乎逻辑的买点与卖点，而不必费心去衡量影响特定公司或行业的前景的基本因素。

问：*那种不考虑基本因素的思维方式，会被今天的许多分析师视为异端邪说。*

答：也许是这样的。但我的研究成果表明那种思维方式是有用的。需要采取的第一绝对规则是必须买那些股价低于所值的股票。第二，必须买很多种股票以便使这种方法能够奏效。最后，必须确定一个卖出点。

问：*一个医生或者像我一样的普通投资者，能作到这些吗?*

答：肯定能。

问：*那我应该如何开始呢?*

答：列出一张尽可能详尽的单子包括所有目前价格不高于过去12个月盈利的7倍的普通股。只要查阅《华尔街日报》或其他主要日报的股票行情表所列的市盈率即可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问：为什么市盈率应该是8倍，而不是比方说，9倍或者5倍呢？

答：决定在给定时刻出多少钱来购买股票的方法之一是看看债券的收益率是多少。如果债券的收益率较高，你想以低价买股票，因此寻求相对较低的市盈率。如果债券收益率下降，你会愿意为购买股票支付较高的价格，因此接受较高的市盈率。作为对股票定价的经验法则，我只选择那些盈利-价格比率（也就是市盈率的倒数）至少是目前最好的公司债券（3A级别）的平均收益的两倍。

问：举个例子好吗？

答：好的。只要把债券的收益乘以2，再用100去除。最近的AAA债券的平均收益大约是7%。乘以2，得到14%，用100除14，结果大约是7倍。所以运用我的系统建立投资组合，今天为某支股票支付的最高价格是其盈利的七倍。如果某支股票的市盈率超过7倍，就不该把它包括在投资组合中。

问：如果AAA债券的收益下降到，比方说，6倍呢？

答：那么能够接受的市盈率就会上升。6乘以2等于12，用100去除，因此最高市盈率是8。不过，我个人认为，千万不要买市盈率超过10倍的股票，不管债券收益降低到了什么程度。

问：好的。那么，现在根据您的公式，只能购买市盈率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在7倍以下的股票。就这一个条件吗?

答：噢，这种方法提供了选出一个比较好的投资组合的基础，不过应用另一个标准，能做得更好。你应当选择这样的投资组合，其中的股票不仅满足市盈率条件，而且该公司的财务状况令人满意。

问：怎样才能判断这一点呢?

答：你可以用多种办法进行检验，不过我最喜欢用下面的这个简单的法则：一个公司应当拥有两倍于它所欠下的。检验这一点的简便方法是看所有者权益对总资产的比率，如果该比率在50%以上，这家公司的财务状况就称得上是稳健的。

问：什么是“所有者权益”?

答：简单说，就是公司的净值，当你把负债从资产中扣除以后得到的数额。

问：是否需要一个会计来为我计算呢?

答：用不着。从公司的年报中，你可以很容易地得到总资产和所有者权益的数字，或者，可以让你的经纪人为你提供这些数字。

问：您能给我举个运用该法则的例子吗?

答：比方说，一家公司的所有者权益是3 000万美元，总资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是5 000万美元，所有者权益对总资产的比率是60%。既然该比率超过了50%，这家公司通过了测试。

问：那么现在有没有满足这项条件而市盈率又低于7倍的呢？

答：有的。虽然不像1973年和1974年股市大跌时那么多了，但还有不少。

问：一旦我完成了选择的过程，确定了要购买的股票，我怎样来建立投资组合呢？

答：从统计上来说，买的股票家数越多，获利的机会也就越大。包含30家股票的投资组合可能是比较理想的最少数目了。如果资本有限，你可以进行“零股交易”，买卖少于100股的股票。

问：这些股票我应该持有多长时间呢？

答：首先你应当确定一个利润目标。超过成本50%的目标已经相当不错了。

问：您的意思是我应当把目标定在所买的每一支股票上利润都是50%？

答：是的。只要股票上涨了50%，卖掉它。

问：那么如果达不到50%的目标呢？

答：你必须预先限制你的持股期限。我的研究结果表明两到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三年是最恰当的。因此我推荐下面的法则：从购买时算起的第二年年底之前还没有达到目标价位，无论当时价格高或低，都把它抛掉。比方说，如果你在1976年9月买的股票，你应该在1978年年底之前把它抛掉。

问：我应当怎样处理卖股票得到的现金呢？是否应再投资于满足选股条件的其他股票？

答：在通常情况下，是的，不过应根据市场环境随机应变。如果出现像1974年那样的大跌，当你发现许多好公司的股票市盈率非常低时，你应当充分利用这种时机，把你准备投资的资金的75%用于购买普通股。相反地，当市场整体上价格过高时，你很难发现符合条件的股票进行再投资。在这种时候，你应当把少于25%的资金投资于股票，其他的投资于美国政府债券。

问：运用您的策略，我能得到怎样的收益呢？

答：显然，你不可能在每支股票上都获得50%的收益。如果你预定持有一支股票的期限满了，你必须卖掉它，所获的收益会减少甚至可能亏损。不过，在长期中，加上红利并减去佣金，你能得到一年平均15%以上的总的投资回报。总体而言，红利的数额会超过佣金的。

问：这是您根据您的研究在50多年里获得的回报吗？

答：是的。这项结果对于较短的连续性的期限，比方说5年来说也是如此。我认为更短的期限很难证明这一策略的正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确性。比如说，在1973年到1974年的股市大跌中投资者在账面上是亏钱了，但如果他坚持运用这一策略，他在1975年到1976年能够恢复过来，在整个5年期中，仍然能够得到15%的平均回报。如果那种情况重现的话，投资者应当有所准备，安然度过股市下跌的时期。

问：*现在道·琼斯指数大约1 000点，许多股票达到了5年来的最高价位，是否有可能出现像60年代末70年代初在股票定价过高后出现的那种大跌？*

答：我并不相信我或者任何其他人在预言市场将要发生的事情上具有什么特殊力量，但我确信，如果价格水平高得很危险，市场进行大的修正的概率的确很大。在我进行的测试中，有很多定价过高的时期，价格具有吸引力的股票很少，这证明了一项警告，市场价格整体而言的确是太高了。

问：*您能否对如何运用您的方法总结一下要点所在呢？*

答：投资者在长期中坚持运用这些简单的标准需要有耐心，这样统计概率才会是有利的。

廉价股票的样本

下列股票满足本杰明·格雷厄姆在文中所推荐的选择股票的标准——市盈率在7倍以下，并且股本对资产的比率在50%以上。所有这些股票都是在纽约证券交易所上市的（请看表13-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表13-1 廉价股票的样本

公司名称	股东持股（百万美元）	总资产（百万美元）	股本-资产比率（%）	市盈率（1976年8月16日）	当前价格（1976年8月16日）
糖业联合公司	92	120	77	3	36 7/8
阿蒙普克-匹兹堡公司	50	65	77	7	10
阿姆斯达公司	230	441	52	6	44 1/4
蓝色贝尔公司	164	302	54	5	39 7/8
联邦公司	81	124	65	4	25 5/8
联邦纸业公司	153	291	53	5	37 3/4
戈登珠宝公司	86	147	55	5	10 3/4
格朗特威尔公司	80	117	69	4	13 3/4
哈斯科公司	206	358	58	6	22 7/8
赫戴罗工业公司	126	190	66	6	16 1/8
霍顿·米弗林公司	54	87	62	6	12
休斯-哈切尔公司	26	47	54	6	7
简任公司	40	65	62	5	18 1/4
乔治森（尔利M）公司	78	122	64	5	37
雷恩·布瑞斯特公司	76	137	55	6	11 3/4
里斯里·菲公司	31	62	50	6	8
麦克·科德公司	48	68	71	6	16
密歇根真空管公司	42	65	65	6	20 1/2
穆瑞俄亥俄公司	47	78	60	7	20 1/4
诺瑞斯工业公司	119	196	61	6	37 3/4
欧马克工业公司	78	129	60	6	11 3/4
里维斯兄弟公司	73	108	68	6	30
瑞捷尔纺织公司	82	148	56	5	16 3/4
路丝服装公司	48	64	75	6	10 5/8
斯帕顿公司	23	35	66	6	8 1/4
乌阿可公司	57	87	66	6	21

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称	股东持股(百万美元)	总资产(百万美元)	股本-资产比率(%)	市盈率(1976年8月16日)	当前价格(1976年8月16日)
华莱士-莫雷公司	105	209	50	7	18³/₈
西部出版公司	103	163	63	6	16³/₈
威尼伯格鞋业制造公司	23	40	57	7	23
雷尔公司	292	181	61	7	17

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章

与本杰明·格雷厄姆在一起的一小时[⊖]

小哈特曼 L. 巴特勒（Hartman L. Butler, Jr.,C.F.A）

巴特勒：格雷厄姆先生，非常感谢您给我这个机会在今天下午来拜访您。当鲍伯·米勒听说我们夫妇将到拉霍亚，他建议我来拜访您并带上我的录音机。我有那么多希望能够报道的事情。首先，让我们从一个众人瞩目的问题开始，与“政府雇员保险公司”相关，在新闻的标题中通常简称GEICO。

格雷厄姆：好的。事情是这样的，那帮人到了我们的办公室，进行了一番谈判之后，我们用72万美元买下了该公司的一半股份。后来，这家公司在股票市场上的市值超过了

⊖ 经《金融分析师》杂志允许重印，1976年11月、12月号，版权所有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10亿美元。这是件令人震惊的事情。但是证券交易委员会强迫我们把该公司的股票在股东中进行分配，因为，根据法律上的技术问题，投资公司不允许持有保险公司10%以上的股份。杰瑞·纽曼和我在GEICO的经营中下了不少工夫，尽管我们都已经退休多年。我很高兴我现在与它毫无关系了，因为它现在可是损失惨重了。

巴特勒：*您认为政府雇员保险公司(GEICO)能够生存下去吗？*

格雷厄姆：是的，我想它会的。并没有基本性的理由决定它为什么不能生存下去，但是很自然的，我问自己为什么这家公司不顾导致巨大损失的可能性而一味快速扩张。想到他们在一年之内能够输掉那么多的钱，真让我不寒而栗。真是难以置信！近年来，为数不少的大公司一年之内能损失5 000万到1亿美元，真是令人吃惊。现在的有些事情在过去真是闻所未闻，能够输掉那么多钱的人简直是天才。

巴特勒：*回首您在投资领域的生涯，您认为什么是主要的发展或是主要的事件？您在1914年就进入华尔街了吧？*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆：哦，首先发生的事对人们来说是很典型的。一开始工作时，作为特别优待，我一周的薪水是12美元，而不是像别的年轻人一样得到10美元。下一件大事是两个月以后，第一次世界大战爆发了，证券交易所因而关闭。我的薪水减到10美元，这对刚开始工作的年轻人来说是很普遍的。接下来的一件事对我来说的确非常重要，股票市场持续上涨了15年之后，在1929年崩盘了。

巴特勒：您是否预见了——您感到惊恐吗？

格雷厄姆：没有。我只是知道当时的股价过高了。我对那些投机者宠爱的股票袖手旁观。我觉得我所做的投资是很好的。但是我当时负债经营，这是个错误。我不得不在1929年到1932年这段时期艰难度日。从那以后，我再也不会重蹈覆辙了。

巴特勒：当时有没有人预见到1929年的股市崩盘呢？

格雷厄姆：巴布森(Babson)预见到了，但是他5年之前就开始卖股票了。

巴特勒：那么在1932年，您又回到了股市上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吗?

格雷厄姆：哦，我们艰难地度过了那段时期。到了1937年，我们已经把财务状况恢复到了1929年的水平。从那时起，我们的经营非常顺利了。

巴特勒：*对于1937年到1938年的那次股市崩盘，你们是否进行了充分的准备?*

格雷厄姆：哦，那次股市崩盘使我们根据一位董事的建议，对操作程序做了一些改变，他的建议很有见地，所以我们采纳了他的意见。我们放弃了正在试图做的一些事情，而集中精力做好我们持续取得成功的业务。我们干得很好。在1948年，我们进行了对GEICO的投资，从那以后，我们成了声名赫赫的人物。

巴特勒：*在那以后惟一的一段熊市中，也就是1940年到1941年之间，发生了什么事情?*

格雷厄姆：那是一段典型的挫折时期。即使在那时，我们也赚到钱了。

巴特勒：*在第二次世界大战爆发之后，你们仍然是赚钱的?*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在华尔街已经工作了11年了，对它够了解的了，应该写一本关于华尔街的书。然而不幸的是，在我开始写作之前，我对主题的灵感多于我对它的了解。因此我决定先从教书开始。我在哥伦比亚商业学院做了一名附加课程的讲师。在1928年，我们有了证券分析和融资的课程，我想课程的名称是投资，我当时教150名学生。那时华尔街正处于鼎盛时期。

结果到了1934年我才与大卫·多德一起开始写作。他是我在第一年教的学生。当时他是哥伦比亚商业学院的一名助教，很渴望学更多的东西。很自然地，他在我们写作这本书的过程中的作用是不可缺少的。该书的第一版在1934年问世了。事实上，与此同时我的一部剧作在百老汇登上了舞台，但只持续了一个星期。

巴特勒：您的一部剧作在百老汇登台演出？

格雷厄姆：是的。“宝贝庞帕度”（“Baby Pompadour”）或者叫做“忠于马里尼斯”（“True to the Marines”）。这部剧作以不同的名字制作了两次，没有取得成功。幸运的是，《证券分析》要成功得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴特勒：那就是人们经常提到的"那本书"，对吧？

格雷厄姆：人们把它称为"格雷厄姆和多德的圣经"。哦，现在我已经对证券分析的细节问题失去了大部分兴趣，虽然许多年以来我辛辛苦苦，全神贯注地进行这方面的研究。我觉得这些细节问题相对来说是不重要的，而这在某种意义上来说，使我对整个行业在细节方面的发展持反对态度。我认为我们只要用一些技巧和简单的原则就可以做得很成功。关键之处在于总体原则正确并坚定不移。

巴特勒：我个人的经验是必须对不同行业进行研究，才能辨明管理方面的巨大差异。我认为这是分析师所能解决的问题。

格雷厄姆：哦，这一点我并不否认。但是我对于分析师们总体而言，在运用这些选股方法时，能在多大程度上取得成功怀有很大的疑问。我在过去几年着重强调的是投资于构成板块的股票。尽量购买满足价值被低估的简单标准的一组股票，不管它们属于什么行业，也不必过多关注个别上市公司。我近来写了一篇有关选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低于AAA债券所支付的5%的利率。因此，我制定了两个界限。即使利率低于5%，最高倍数为10，另一个倍数是现行的AAA债券利率的7倍，因此最高倍数在7～10之间。我的研究就是基于这一范围做出的。去年我在芝加哥荣获了莫罗道夫斯基（Molodovsky）奖。

巴特勒：我知道您的这项研究已经基本完成了。

格雷厄姆：想像一下，看起来似乎有种用不着费多少工夫就得到好的结果的傻瓜都会用的办法。这简直好得不像是真的。但是我能告诉你的是根据我从业60年的经验，它能够经得起我所能想出来的任何测试。我想试着请别人来提出批评意见。

巴特勒：由于某种巧合，就像您成为一位并不很活跃的作家一样，很多从事证券分析的职业分析师开始发展随机漫步理论。您对这种理论怎么看？

格雷厄姆：哦，我相信他们都是非常努力并且认真的。对我来说，很难发现他们的理论与实际投资业绩之间有什么站得住脚的联系。事实上，他们说市场是有效率的，是因为人们在此时刻不可能得到比已有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更多的信息。这也许是对的，但是如果说信息传播得如此广泛以致于所产生的价格是合乎逻辑的，这就大错特错了。我不明白为什么人们说华尔街上的交易价格就是正确的价格，而正确价格的定义到底是什么。

巴特勒：从事实际分析的分析师们不能够为学术界的辉煌理论提供更多的补充和拾遗，这真是太遗憾了。

格雷厄姆：哦，当我们谈论买股时，就拿我本人来说，我在很实际地谈论美元和美分，利润和损失，主要是利润。我要说如果每股有50美元流动资金的股票售价是32美元，那么它是个值得注意的股票。如果你购买了30家像这样的公司的股票，你肯定能赚钱。这样做不会亏钱的。这种方法有两个问题。其中之一是，如果你以流动资金的⅔的价格买股票，你所购买的是否就是价值被低估的板块？我们自己的投资经历证实了这一点。第二个问题是，有没有其他的方法？

巴特勒：那么是否有其他的方法呢？

格雷厄姆：哦，我今天下午一直在讲的是运用简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的标准来衡量证券的价值。然而，其他人试图去做的是选出施乐公司和3M公司，因为它们的长期前景较好，或者判断明年半导体行业会有较好的表现。这些看起来都不是令人信赖的方法。其他很多方法都比这些方法要好。

巴特勒：您在30年前是否也这么说了呢？

格雷厄姆：哦，没有。我在30年前对此并没有采取这样的否定态度。但是我所采取肯定态度的是你能够找到足够的个别公司的价值被低估的事例。

巴特勒：主张有效市场理论的人们在某种程度上把水搅浑了，是吗？

格雷厄姆：哦，他们声称如果他们关于有效市场理论的基本论点是正确的，人们应当研究股票价格行为，并尽量从中获利。对我而言，这并不是个鼓舞人心的结论，因为我在华尔街60年所看到的是人们并不能够成功地预测股票市场的变化。

巴特勒：那是当然了。

格雷厄姆：你所要做的事是听听《华尔街周刊》(Wall Street Week)的说法，你能看出上面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有任何一篇文章具有股票市场将要发生什么事情的权威性或特殊见解。这些文章的作者们和那些经济学家们都有自己的观点，如果你问他们，他们很愿意表述他们的观点。虽然如此，我认为他们不会坚持说自己的观点是正确的。

巴特勒：您对于指数基金怎么看？

格雷厄姆：我对指数基金的看法很鲜明。我有种感觉，机构的基金，至少它们中的相当一部分，开始时应当以指数的概念加以管理，比方说，从标准普尔500种股票中选择100或者150支个股。然后交给基金的管理人斟酌处理的权力，只要他们愿意为他们所进行的改变承担个人责任。我假设给他们的报酬基本上或者以指数的方式加以衡量，比方说，标准普尔指数，或者以经理人进行改进的程度衡量。不过目前对此事进行的讨论中，大部分基金经理人不愿意接受这种观点，不接受的原因主要是他们认为，这种观点并非没有道理，但是它并不适宜，因为不同的投资者有不同的要求。我对他们所说的不同的投资者有不同的要求的说法从来没有信服过。所有的投资都要求有满

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意的回报，而我认为满意的回报对每个人来说都是几乎相同的。所以我觉得过去20年的经验表明投资者根据标准普尔指数就能够做得比进行大量的工作、搜集情报和讨论更好。

巴特勒：格雷厄姆先生，您对一个有志于成为证券分析师和注册金融分析师的年轻人有什么建议吗？

格雷厄姆：我想建议他们研究股票市场的历史记录，研究他们自己的能力，来确定他们是否能够找出一条投资的途径以达到他们的目标。如果他们已经这样做了，不管别人怎么做，怎么想，或怎么说，坚持走自己的路。我们以前在我们的生意中就是这么做的。我们从来不随波逐流，我认为这对于年轻的分析师的成长是有好处的。如果他们读过《聪明的投资者》，我觉得这本书比《证券分析》更有用，并且从他们认为可能会获利的方法中进行选择，我向他们推荐坚持走自己的路这种方法。我有个侄子，数年前进入华尔街时来向我咨询。我对他说，“迪克，我要告诉你一个切实可行的建议。你以平均15%的折扣购买封闭型的投资公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的态度。

巴特勒：不过华尔街上有一些独立思考的人在这个世纪里，他们的业绩不错，是吧？

格雷厄姆：的确，在华尔街取得成功必须具备两项要素。首先，你必须正确地进行思考；其次，你必须独立地进行思考。

巴特勒：是啊，正确地而且是独立地。太阳将要在拉霍亚升起来了，你认为华尔街将会有怎样的阳光？

格雷厄姆：哦，自1974年年中以来，当股票市场探底后，那儿一直阳光灿烂。我猜想华尔街始终未曾改变。现在的乐观情绪将会是过度的，继之而起的悲观情绪也将会是过度的。情况又会周而复始，这就是所谓的“费里斯”（Ferris）轮，或者跷跷板，转椅，无论叫什么名字。而目前，我的观点是，股票就总体而言还没有价值过高。然而似乎没有人担心1970年和1973年到1974年的悲剧在未来大约5年内有可能重演。你可以在道·琼斯平均指数上下个注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴特勒：这是一次非常令人愉快和振奋的采访。我们盼望着在夏洛茨维尔（Charlottesville）收到您的回忆录手稿。十分感谢您，格雷厄姆先生！